اقتصاديات النقود والتمويل



الدكتور
أسامه محمد الفولى
أستاذ الإقتصاد والمالية العامة
ووكيل كلية الحقوق - جامعة الإسكندرية

الدكتورة
زينب عوض الله
أستاذ ورئيس قسم الإقتصاد والمالية العامة
كلية الحقوق - جامعة الإسكندرية

٢٠٠٥


دار الجامعة الجديدة
٣٨ ش سوتير - الأزاريطة - ت: ٤٨٦٨٠٩٩

اقتصاديات النقود والتمويل

الدكتور
أسامة محمد الفولى
أستاذ الاقتصاد والمالية العامة
ووكيل كلية الحقوق – جامعة الإسكندرية

الدكتورة
زينب عوض الله
أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد والمالية العامة
كلية الحقوق – جامعة الإسكندرية

٢٠٠٥

دار الجامعة الجديدة
٣٨ ش سوتير – الازاريطة – ت ٤٨٦٨٠٩٩

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿٢٥﴾ قُلِ ٱللَّهُمَّ مَٰلِكَ ٱلۡمُلۡكِ تُؤۡتِي ٱلۡمُلۡكَ
مَن تَشَآءُ وَتَنزِعُ ٱلۡمُلۡكَ مِمَّن تَشَآءُ وَتُعِزُّ مَن تَشَآءُ وَتُذِلُّ
مَن تَشَآءُۖ بِيَدِكَ ٱلۡخَيۡرُۖ إِنَّكَ عَلَىٰ كُلِّ شَيۡءٖ قَدِيرٞ ﴿٢٦﴾ تُولِجُ ٱلَّيۡلَ
فِي ٱلنَّهَارِ وَتُولِجُ ٱلنَّهَارَ فِي ٱلَّيۡلِۖ وَتُخۡرِجُ ٱلۡحَيَّ مِنَ ٱلۡمَيِّتِ
وَتُخۡرِجُ ٱلۡمَيِّتَ مِنَ ٱلۡحَيِّۖ وَتَرۡزُقُ مَن تَشَآءُ بِغَيۡرِ حِسَابٖ ﴿٢٧﴾

إلى روح استاذنا الجليل

الاستاذ الدكتور / مصطفى رشدى شيحه

المقدمة

إن الغاية من تحليل ودراسة العلاقات النقدية من خلال الأسواق ، هى البحث عن وتجميع الموارد النقدية اللازمة لتمويل النشاط الاقتصادى، وخاصة ما يتعلق منها بعمليات الاستثمار . ومعالجة مشكلة تمويل الاقتصاد من خلال العلاقات النقدية لا يمكن أن يتم دون أن يتحقق التوافق بين متطلبات مصادر التمويل ومتطلبات مصادر الاستخدام . وهذا لا يتأتى إلا بالنظرة الشاملة المتعمقة لعلاقات النظام النقدى بالنظام المالى ، والتى تستدعى مراجعة عدد من المفاهيم منها (١) :

- السوق النقدية وعلاقتها بالسوق المالية ، ومحاولة استبعاد التفرقة بينهما بالتجميع والتكامل من خلال فكرة السوق التمويلية والنقود كرأسمال.

- موضوع السيولة العامة للاقتصاد وما يرتبط بها من تحليل لطرق التمويل.

- المؤسسات النقدية والمالية الوسيطة من حيث الهيكل والناحية الوظيفية .

- البحث عن أفضل الوسائل لتجميع المدخرات النقدية وتوزيعها والاستخدام الأمثل لها ، ودراسة الرقابة على المؤسسات المالية والنقدية وبيان مدى فاعلية السياسة النقدية فى هذا المجال ، وكلها أدوات وسياسات تجمعها فكرة السوق النقدية والمالية المدارة .

والصفحات التالية تتناول أهم القضايا المثارة فى هذا النطاق. وإذا كان لابد من إلقاء الضوء على ماهية النقود ووظائفها والتعرف على الأنظمة النقدية المختلفة من خلال تطورها التاريخى ، فإن الهدف

(١) الاستاذ الدكتور مصطفى رشدى شيحه ، الاقتصاد النقدى والمصرفى ، الدار الجامعية، الاسكندرية ١٩٨٢ ، ص ٣٤١ .

الأساسى هو تحليل العلاقة التكاملية بين النظام النقدى والنظام المالى .

على أن المراقب للتغيرات الهيكلية التى يتعرض لها الاقتصاد الدولى المعاصر ، يمكن أن يلحظ بوضوح تزايد الأهمية النسبية لدور الأسواق المالية على حساب الدور الذى تلعبه علاقات التداين والائتمان . ولما كانت سوق الأوراق المالية ، بتنظيماتها المختلفة ، تمثل إحدى دعامات القطاع المالى وآلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها فإن إلقاء الضوء على الدور البارز الذى يمكن أن تلعبه هذه الأسواق - وخاصة السوق الثانوية أو البورصة - يصبح أمر بالغ الأهمية.

الباب الأول

النقود والنظام النقدى

النقود نظام من أقدم النظم الاقتصادية التى عاصرت الإنسان منذ آلاف السنين . وقد مرت النقود خلال تاريخها الطويل بتطور تدريجى ، متأثرة فى ذلك بتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية ، ومؤثرة فى الوقت نفسه فى اتجاهات هذا التطور (1) .

والنقود كظاهرة اجتماعية مركبة ، ذات أبعاد متعددة ، معرفتها تستدعى منا وصفاً لها من خلال تطورها التاريخى ، وما يرتبط بهذا التطور من أشكال وخصائص ، تنعكس على أدوارها الوظيفية ، وعلى التنظيمات التى تحقق لها أداء مهامها ، وتشكل فى النهاية مجموعة وسائل الدفع التى يحوزها الاقتصاد فى فترة معينة والعوامل المؤثرة فيها(2).

وعليه ينقسم هذا الباب إلى فصلين اثنين :

الفصل الأول : تطور النقود وأهميتها .

الفصل الثانى : النظام النقدى .

---

(1) الاستاذ الدكتور محمد زكى شافعى ، مقدمة فى النقود والبنوك ، دار النهضة العربية، القاهرة ١٩٦١ ، ص ١ .

(2) الاستاذ الدكتور مصطفى رشدى شيحه ، الاقتصاد النقدى والمصرفى ، الدار الجامعية، الاسكندرية ، ١٩٨٢ ، ص ٦١ .

الفصل الأول

تطور النقود وأهميتها

سنتناول فى هذا الفصل دراسة عدد من النقاط كل فـــى مبحــث مستقل هى :

المبحث الأول : فى نشأة النقود وتطورها .

المبحث الثانى : فى خصائص النقود .

المبحث الثالث : فى وظائف النقود .

المبحث الرابع : فى أنواع النقود .

المبحث الخامس : فى ماهية النقود .

المبحث السادس : سيادة وسائل الدفع الالكترونية .

المبحث الأول

نشأة النقود وتطورها

يعتبر اكتشاف الإنسان للنقود ، كما هو الحال بالنسبة لاكتشاف النار والكتابة ، من الخطوات الأساسية فى تطور حضارته . وقد مكنه هذا الاكتشاف من ترشيد سلوكه الاقتصادى إلى حد بعيد مما كان له أكبر الأثر على التقدم الذى حققه . وتطور النقود لم يتم دفعة واحدة بل جاء نتيجة لتطور طويل فى العلاقات الاقتصادية للأفراد والجماعات [١] .

فالنقود – كظاهرة اقتصادية – تعتبر ابتكاراً إنسانياً أملته ظروف التقدم الاقتصادى والذى عجزت معه المقايضة أن تواجه وحدها مقتضياته بعدما تشعبت ميادين تقسيم العمل واتسع نطاق التبادل [٢] . وهكذا تولدت النقود ، من خلال تطور العلاقات الاقتصادية (إنتاج وتوزيع) ، من مرحلة الإنتاج الذاتى المقترن بظاهرة الإشباع الذاتى ، للجماعات الإنسانية الأولى ، إلى مرحلة الإنتاج المتخصص المقترن بالحاجة إلى المبادلة . وهى فى مسيرتها ارتبطت منهجيا وتاريخيا بثلاث مراحل[٣] .

الأولى : تتميز بنظام اقتصادى مغلق .

والثانية : تبدأ بظهور اقتصاد المبادلة على أساس المقايضة .

والثالثة : تقوم فيها النقود بوظائفها الحديثة .

---

(١) الاستاذ الدكتور حازم الببلاوى ، نظرية النقود ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، غير مؤرخ، ص ٣ .

(٢) يعارض كثير من الكتاب القول بأن مرد الانتقال إلى مرحلة استعمال النقود هو استفحال عيوب المقايضة . ويؤكدون أن النقود استعملت قبل أن تقصر المقايضة عن متابعة مقتضيات النمو الاقتصادى ، وذلك لما فى استعمالها من مزايا . د. محمد زكى شافعى، المرجع السابق ، ص ٣ ، هامش (٢) .

(٣) د. مصطفى رشدى شيحه ، المرجع السابق ، ص ٦١ – ص ٦٢ .

١- اقتصاد الاكتفاء الذاتى (اقتصاد اللامبادلة) :

فى هذه المرحلة تكفلت كل جماعة بإنتاج مجموعة السلع والخدمات الكافية نسبيا لإشباع حاجاتها ، ولم تكن هناك ضرورة للدخول فى علاقات اقتصادية مع الجماعات الأخرى . أما التوزيع فقد كان يتم تلقائيا وداخليا طبقا للأنظمة الاجتماعية السائدة (١) .

وليس معنى هذا غياب ظاهرة التبادل كلية ، فالحقيقة أن التبادل وجد فى هذه الجماعات منذ القدم ، ولكن هذا التبادل كان يتم بشكل عرضى وفى أوقات متقطعة كما كان يحدث فى المناسبات الدينية حيث يجتمع أفراد الجماعة فى مكان واحد ولفترات طويلة نسبياً للقيام ببعض الطقوس الدينية . فقد ساعدت هذه التجمعات على إجراء العديد من المبادلات بين الأفراد ، ولعل هذه المبادلات كانت الأساس فى ظهور أسواق المواسم التى لا تزال لها بعض الوجود فى كثير من المناطق الريفية فى كثير من الدول . كذلك كان التبادل يتم فى بعض المناسبات الخاصة والتى تتكرر ويترتب عليها بعض الأعباء مما يقتضى مشاركة الآخرين على أساس من المعونة المتبادلة ، كما يحدث فى مناسبات الزواج والمآتم . فهذه العطاءات هى نوع من التبادل المؤجل حيث أنها تفرض نوعا من الالتزام برد الهدايا فى المناسبات المقابلة (٢) .

٢- المبادلات على أساس المقايضة :

مع تقدم الفنون الإنتاجية ، تمكن الإنسان من أن يتعدى المرحلة التى كان إنتاجه فيها يكفى بالكاد لحفظ حياته . وانتقل إلى مرحلة جديدة

(١) فالوضع فى هذه المجتمعات لم يكن يخرج عن أمرين : إما قيام الفرد بالتقاط الثمار وصيد الأسماك والحيوانات التى تكفى استهلاكه هو وأسرته بالقدر الذى يبقيهم على قيد الحياة، وإما أن الفرد كان يعيش فى جماعة يتم فيها الإنتاج والتوزيع بطريقة جماعية ووفق قواعد تنظمها ومتفق عليها بين جميع أطراف الجماعة .

(٢) د. حازم الببلاوى ، المرجع السابق ، ص ٧ .

أصبح فيها إنتاج الفرد أكبر من ذلك القدر اللازم لسد حاجته . فارتفاع مستوى الإنتاجية يؤدى غالباً إلى تحقيق فائض فى السلعة المنتجة يتجاوز الحاجة الخاصة لتلك الجماعة ، وفى نفس الوقت إلى نقص فى السلع الأخرى التى تحتاجها هذه الجماعة ، ويعجز جهازها الإنتاجى عن توفيرها بالقدر اللازم لاحتياجاتها . يقابل ذلك جماعة أخرى تتخصص فى إنتاج سلعة ، أو مجموعة من السلع ، محققة بذلك فائضا فيها ، ومحتاجة فى نفس الوقت إلى سلع أخرى [١] . من هنا نشأت المبادلات الاقتصادية فى صورتها الأولى ، أى مبادلة فائض كل جماعة بفائض الجماعة الأخرى . ويطلق على عملية المبادلة العينية هذه نظام المقايضة[٢].

غير أن إتمام المبادلات مباشرة وعينا عن طريق المقايضة يكتنفه الكثير من الصعوبات يتعين التغلب عليها قبل إتمام كل عملية مفردة من عمليات المبادلة [٣] . فالمقايضة هى مبادلة سلعة بأخرى .

---

(١) وقد ظهر فى هذه المرحلة نوع بدائى من التخصص وتقسيم العمل يرتكز على قيام بعض الأفراد بالعمل فى مجال الزراعة والبعض الآخر فى صيد الأسماك وغيرهم فى قنص الحيوانات ...الخ. كذلك فقد عرفت تلك المجتمعات تقسيم العمل على أساس النوع، فالرجال يتخصصون فى الأعمال التى تستلزم القوة العضلية والنساء فى الأعمال المنزلية وبعض الأعمال الأخرى البسيطة .

(٢) Troc & Barter.

(٣) الاستاذ الدكتور احمد جامع ، النظرية الاقتصادية ، الجزء الثانى ، التحليل الاقتصادى الكلى، الطبعة الرابعة ١٩٨٧ ، ص ١٠ .

ويعترض بعض الكتاب على محاولة تجسيم عيوب المقايضة بالنظر فى تقديرها إلى مقتضيات الحياة الاقتصادية فى مجتمع حديث . إذ لا شك فى استحالة وفاء المقايضة بمطالب التبادل فى اقتصاد حديث ، غير أن ذلك لا يوجب الظن بأنه قد اعترضت سبل الحياة فى المجتمعات البدائية التى عاشت فى ظل نظام المقايضة فى أوائل عهدها بالتطور الاقتصادى الصعاب نفسها التى لابد أن تلم بالمعاملات إذا ما ارتد مجتمعنا الحديث إلى ذلك النظام كطريقة أساسية من طرائق التبادل . ويرى هؤلاء الكتاب أن تجسيم عيوب المقايضة يرجع إلى تجاهل ما يترتب على اختلاف الكيان الاقتصادى=

وهى كأساس للمبادلة تفترض وجود السوق لإتمامها . ومعنى السوق هو توافق إرادات (العرض والطلب) . ووجود زمان ومكان لوقوع الحدث ، وسلعة أو سلع موضوع المبادلة ، وثمناً أو أثمانا مقياساً لقيمة المبادلة . ومن عدم توافر بعض أو كل هذه الشروط يتبين لنا مصاعب المقايضة كأساس للمبادلة [١] .

فمن ناحية يلزم لتحقيق المبادلة على أساس المقايضة ضرورة توافق الرغبات [٢] ، أى رغبة كل طرف فى الحصول على السلعة المقدمة من الطرف الآخر كمية ووصفاً [٣] . وبغض النظر عما فى اهتداء أحد الطرفين إلى الآخر من تبديد للجهد وضياع الوقت فإنه لمن غير المحتمل أن يجد ذلك الشخص بغيته فى مجتمع قد تعد السلع المتداولة فيه بالآلاف على حين تختلف هذه السلع فى أوصافها وصفاتها اختلافا متفاوت الدرجات . ما بالنا ومن السلع ما لا يقبل التجزئة ، أى ما تنقص منفعته أو تهلك تماماً بالتجزئة [٤] .

أما الشرط الثانى فيتعلق بمكان وزمان انعقاد المبادلة . فمن ناحية المكان يتطلب تحقيق المبادلة على أساس المقايضة أن يجتمع طرفا العلاقة فى مكان معين ، وهنا تثور صعوبة نقل السلع وارتباطها بخصائص الحجم والتخزين . ومن ناحية الزمان فإن الأمر يتعلق باختلاف مواعيد إنتاج السلع ، وخاصة السلع الزراعية .

= وظروف الحياة فى كلا المجتمعين من اختلاف احساس كل منهما بنقائص المقايضة وعيوبها. د. محمد زكى شافعى ، المرجع السابق، ص ٧ ، هامش (١) .

(١) د. مصطفى رشدى ، المرجع السابق ، ص ٦٤ .

(٢) أو ما يسمى بالتقابل المزدوج أو التكامل المزدوج Double coincidence أى أن يرغب (أ) فى الحصول على السلعة التى يعرضها (ب) وأن يرغب (ب) فى الحصول على السلعة التى يعرضها (أ) .

(٣) أى فيما يتعلق بالقدر والنوع والجودة والقيمة وشروط التسليم من حيث الزمان والمكان.

(٤) د. محمد زكى شافعى ، المرجع السابق ، ص ٩ .

وتتعلق الصعوبة الثالثة بعدم وجود مقياس مشترك للقيم أو وحدة متفق عليها لحساب قيم السلع والخدمات . فمن المعلوم أن المقايضة عبارة عن مبادلة سلعة بأخرى مباشرة . وإذ تتبادل في السوق آلاف السلع فإنه يتحدد بالنسبة لكل منها نسبة مبادلتها بغيرها من اللحظة الواحدة من الزمان . والواقع أنه لا يمكن فى ظل نظام المقايضة التوصل فى الحال إلى تعبير موحد وظاهر عن مجموعة معدلات التبادل القائمة ما بين وحدات مختلف الأشياء التى تزخر بها الحياة الاقتصادية ، بل إنه يتعين إجراء عدد من العمليات الحسابية قبل التوصل إلى هذا التعبير ، فتعدد السلع واختلاف خصائصها ، بجانب صعوبة تقييم الخدمات ، يجعل المبادلة على أساس المقايضة أمر بالغ الصعوبة . وهنا تثور مشكلة تقييم المبادلة ، فعلى أى أساس تقيم السلع المتبادلة ؟ وما هو معدل مبادلة كل سلعة بأخرى ؟ وكيف يمكن مواجهة معدلات التبادل المختلفة ، المتعددة بتعدد السلع ، والتى هى بذاتها تخضع لتقلبات متعددة مرتبطة بتغير خصائص كل سلعة ، أو حتى بتغير الزمان والمكان . وتزداد العملية تعقيدا وصعوبة عند محاولة تحديد معدل المبادلة بين سلع مقسمة وأخرى غير قابلة للانقسام (١) . فانعقاد المبادلة على أساس المقايضة يقتضى وجود وحدة أو تقابل تقريبى على الأقل فى قيمة كل من الشيئين محل المبادلة حتى يمكن أن تحدث فعلاً (٢) .

أما الصعوبة الرابعة فى ظل نظام المقايضة فترجع إلى أن السبيل الوحيد لاختزان القوة الشرائية هو احتفاظ الناس بثرواتهم فى صورة سلع يختزنونها أو فى صورة حقوق على سلع معينة بأنواعها وصفاتها (٣) . ولا يخفى على أحد ما يكتنف هذا السبيل للاحتفاظ بالثروة

---

(١) د. مصطفى رشدى شيحه ، المرجع السابق ، ص ١٣ .

(٢) د. احمد جامع ، المرجع السابق ، ص ١١ .

(٣) د. محمد زكى شافعى ، المرجع السابق ، ص ١٠ .

من مخاطر وعيوب .

تلك هي الاعتبارات التي جعلت من المتعذر بقاء نظام المقايضة في المبادلات والتي دعت إلى ضرورة البحث عن وسيلة أخرى للتغلب على تلك المعوقات (1) .

وجدير بالإشارة أن الآثار الكاملة للتبادل لم تظهر مع هذه المبادلات العرضية . إذ كان لابد من الانتظار حتى يأخذ اقتصاد التبادل في الظهور مع ظهور التاجر المتخصص في التجارة بصفة أساسية وليس بشكل عرضي. وغني عن البيان أن هذا التاجر المتخصص لم يظهر مرة واحدة وإنما بدأ يجمع بين التجارة وبين مهنة أخرى ، ثم مع وضوح الكسب الذي يحققه من القيام بدور الوسيط اتجهت التجارة لتصبح مهنته الأساسية . ومع نشأة التاجر المتخصص بدأ اقتصاد التبادل يفرض وجوده على المجتمعات مما ترتب عليه أبعد الآثار في مختلف شؤون الحياة الاجتماعية . وفي أول الأمر كانت دائرة أثر اقتصاد التبادل محدودة جداً لم تجاوز حدود السوق ثم المدينة ، وذلك حتى أخذ هذا الأثر يتسع رويداً ليشمل أغلب القطاعات . ومن المجالات التي تأثرت مباشرة بنمو اقتصاد التبادل القانون ، ذلك أنه ترتب على ظهور التاجر المتخصص نشأة الحاجة إلى نوع جديد من الحماية القانونية مثل حماية الملكية وحماية العقود . ثم ظهر هذا الأثر أيضا في مجال النقود ، فتطور وانتشار استخدام النقود مرتبط أكبر الارتباط بنمو اقتصاد المبادلة مع ظهور التاجر المتخصص بوجه خاص . فمع ظهور التاجر المتخصص قامت حاجته إلى الاحتفاظ بكميات كبيرة نسبيا من السلعة التي عرف أنه يتجر فيها وبذلك يستطيع الاستمرار في القيام بدوره

---

(1) وعلى الرغم من اندثار المقايضة كنظام أساسي في المبادلة ، فقد ظلت لها أهميتها في المبادلات الدولية وبخاصة منذ الخروج على قاعدة الذهب العالمية . الاستاذ الدكتور فؤاد مرسي، مبادئ نظرية النقود ، الطبعة الأولى ١٩٥١ ، ص ٢١ .

كوسيط وليس فقط لمدد متقطعة فى بعض المواسم . على أن هذا الوسيط لا يحتفظ فقط بالسلعة التى يتجر فيها وإنما يحاول أن يكون رصيداً من سلعة أخرى تكون واسعة الانتشار وذات قبول كبير بين الأفراد والتجار الآخرين حتى يتمكن من الحصول على السلعة التى يتخصص فيها حينما تسنح له فرصة معقولة . ونفس الشيء يحدث مع التجار الآخرين . وبطبيعة الأحوال فإنهم يتجهون جميعا إلى الاحتفاظ بالسلعة ذات الانتشار والقبول الواسعين . ويؤكد فعلهم هذا استقرار المعاملات على الاتجاه نحو قبول سلعة أو عدد محدود من السلع لأداء هذا الغرض . وينبغى للسلعة التى تقوم بهذه الوظيفة أن يتوافر لها بعض الخصائص الأساسية إلى جانب استقرار الثقة من جانب الأفراد فى استمرارها بالتمتع بهذا الانتشار الواسع (1) .

٣- المبادلة النقدية :

دفعت الصعوبات السابقة إلى ضرورة البحث عن الوسائل الممكنة للتغلب على معوقات المبادلة على أساس المقايضة . فاقتصاد المقايضة وأساسه إمكانية تبادل السلع فيما بينها مباشرة يترتب عليه تعدد معدلات المبادلة الحسابية كنتيجة لكثرة السلع الأمر الذى ينبغى معه إدخال وسيط ترد إليه قيم الأشياء المتبادلة . أما المهمة الرئيسية لهذا الوسيط فهى تقسيم عملية المبادلة إلى عمليتين منفصلتين ومتتاليتين . أما العملية الأولى فيتم فيها التخلى عن شيء ما (البيع) فى مقابل الحصول على الوسيط المتفق عليه ، وتتعلق العملية الثانية بالتخلى عن هذا الوسيط

---

(1) د. حازم البيلاوى ، المرجع السابق ، ص ٥ - ص ٦ .

وقد مهد ظهور طبقة التجار والتى تخصصت فى الشراء من أجل البيع إلى تكوين رأس المال التجارى الذى كان نواة تكوين النظام الرأسمالى ، فى هذا الموضوع انظر الاستاذ الدكتور محمد دويدار ، الاقتصاد النقدى والتطور الاقتصادى ، الاسكندرية ١٩٨٥، ص ١٠٠ وما بعدها . أيضا الاستاذ الدكتور رمزى زكى ، التاريخ النقدى للتخلف ، عالم المعرفة ، الكتاب رقم ١١٨ . الكويت ١٩٨٧ ، الفصل الأول .

فى مقابل الحصول على شئ آخر (الشراء) ، وذلك بدلا مما تستلزمه المقايضة من حدوث التخلى والحصول فى الوقت ذاته بين طرفى المبادلة نفسيهما. وجدير بالذكر أن هذا الوسيط هو نفسه شيء ، لكنه شيء لا يريده البائع لذاته ولكن لأنه يعلم أن فى استطاعته بواسطته أن يشترى ما يحتاجه من منتجات يرغب فيها لذاتها . وهكذا يحل البيع والشراء محل المقايضة ، ويحل التبادل غير المباشر للمنتجات محل التبادل المباشر لها، وتنتفى ضرورة توافر التقابل أو التكامل المزدوج فى الحاجات كشرط أولى لإتمام المبادلة . لكن انقسام عملية المقايضة إلى عمليتى بيع وشراء إنما يعنى أيضا الفصل بين عمليتى المبادلة من الناحية الزمنية[1].

وقد اختلف نوع الوسيلة ، التى استخدمتها المجتمعات القديمة لتلعب دور الوسيط لتسهيل عملية التبادل من جماعة إلى أخرى بحسب ما تمثله هذه الوسيلة من أهمية بالنسبة للجماعة . وقد تطور الشكل الذى أخذته هذه الأداة تبعاً لتطور نظام المبادلة ، الأمر الذى سنخصص له المبحث الرابع من هذا الفصل . وقد أطلق على هذا الوسيط فى المبادلات اسم "النقود" .

(١) د. أحمد جامع ، المرجع السابق ، ص ١٢ .

المبحث الثانى

خصائص النقود

تعتبر النقود ظاهرة اجتماعية إذ ترتبط بظاهرة التبادل النقدى . والأخيرة تفترض وجود جماعة . فمن غير المتصور استعمال النقود بعيداً عن علاقات المبادلة بين الأفراد والجماعات . كذلك فإن النقود مظهر من مظاهر السيادة الوطنية ، وإذا كان هذا المصطلح حديث العهد إلا أن هذه الخصيصة تعتبر تاريخية . فمنذ ظهور النقود فى صورتها الأولى، النقود السلعية ، قامت كل جماعة باختيار السلعة التى تلعب دور النقود وكان التعامل على أساسها قاصراً على أفراد تلك الجماعة . وفى العصر الحديث يظهر عنصر السيادة الوطنية فى اختيار كل دولة لعملتها والتى عن طريقها يتم تسوية الالتزامات فى داخل هذه الدولة [١] . ويتطلب عنصر السيادة أن تكون للعملة الوطنية للدولة الأولوية على باقى العملات الأجنبية عند تسوية الالتزامات بين أفراد الدولة [٢] .

وهناك عدد من المعايير والخصائص التى يلزم توافرها فى النقود إذا ما أريد لها أن تقوم بوظائفها على خير نحو ممكن . ويمكن إجمال هذه الخصائص فيما يلى [٣] :

---

(١) وقد عرف التاريخ دولا كثيرة لم يكن لها عملتها الوطنية حيث كان التداول فيها يتم بعملة الدولة المتبوعة سياسيا ، ولكن بمجرد حصول تلك الدول على استقلالها السياسى سارع معظمها إلى إيجاد عملة وطنية كمظهر لاكتمال الاستقلال . الدكتور سامى حرام ، محاضرات فى مبادئ النقود والبنوك فى النظام الرأسمالى ، الاسكندرية ، ١٩٨٦ ، ص ٤٢ – ص ٤٣.

(٢) والملاحظ أن معظم الدول المتخلفة لا تعكس عملتها الوطنية عنصر السيادة الفعلية حتى بفرض توافر عنصر السيادة القانونية . ويرجع السبب فى ذلك إلى تداول عملات أجنبية داخل هذه الدول ويستخدمها الأفراد اختياراً أو إجباراً فى تسوية التزاماتهم .

(٣) انظر الدكاترة أحمد جامع ومصطفى رشدى وسامى حرام ، المراجع السابق ذكرها.

أولا : أن تتمتع بالقبول العام من كافة أفراد المجتمع الذى تستخدم فيه، أى يكون لها صفة العمومية . سواء كان هذا القبول اختياريا، والذى يؤسس على ثقة الأفراد فى قيمة وحدات النقد ذاتها ، أو كان إجبارياً عندما تتدخل الدولة وتفرض الصفة القانونية على نوع معين من النقود ويصبح بذلك ملزما (١) للجميع ومبرئاً للذمة بل ويتعرض كل من يرفضها فى تسديد الديون إلى عقوبات يحددها القانون (٢) .

ثانيا : أن تكون قابلة للدوام ، أى أن تكون قابلة للبقاء بصورة نسبية دون أن تتلف نتيجة لتداولها من يد لأخرى أو لمجرد مرور الوقت عليها . وقد كان تلف بعض السلع التى استخدمت كنقود - كالحبوب مثلا- عاملا هاما فى التخلى عنها كنقود .

ثالثا : أن تتمتع بثبات نسبى فى قيمتها ، وهذه نتيجة طبيعية لارتباط المعاملات بعنصر الزمن . وتبدو أهمية هذه الخصيصة فيما يتعلق بوظائف النقود كمقياس للقيم وباعتبارها مخزنا للقيمة وكأداة للمدفوعات الآجلة أكثر منها بالنسبة إلى وظيفتها كوسيط فى المبادلات . ويؤدى عدم الثبات إلى فقدان الثقة مما يترتب عليه اضطراب فى المعاملات.

وكنتيجة لهذا الخاصية ، تأخذ النقود شكل الأصول أو الحقوق

---

(١) ويؤكد هذا الواقع العملى أن الالزام القانونى غير كاف لتبوء نوع معين من النقود مركز الصدارة فى التداول . ففى الدول المتقدمة يتم تسوية أغلب الالتزامات بالنقود الائتمانية دون أن يكون لها الصفة الالزامية ، على حين فى بعض الدول المتخلفة لا تحظى النقود الوطنية بثقة الأفراد رغم قوة إبرائها القانونية مفضلين عليها نقوداً أجنبية ليس لها قانونا أية صفة إلزامية.

(٢) وهذا ما يفسر لنا موقف النظرية الاسمية La thèse nominaliste تجاه قيمة النقود . فالنقود طبقا لهذه النظرية ليست لها قيمة فى ذاتها ، إنما تستمد هذه القيمة من سلطة الاختيار . فالدولة طبقا للاقتصادى الألمانى كتاب G.G. Knapp هى التى تخلق قيمة النقود وهى التى تخلع عنها هذه القدرة Théorie de la nature de la monnaie د. مصطفى رشدى شيحه، المرجع السابق ، ص ٧٠ .

على السلع الحالية والمستقبلة ، وبالتالى فإن قيمتها لا تتوقف على ضمانة السلطة السياسية ، بقدر ما تعتمد على الثقة الجماعية والقدرة الإنتاجية . وتصبح النقود طبقا لمفهوم فيكسل ، ومن بعده كينز ، عنصر أمان ومطلوبة لذاتها ، أو ما يعرف بالرغبة فى الاحتفاظ بها سائلة لاعتبارات شخصية ونفسية (١) .

رابعا : أن تكون نادرة . وبداءة كان اختيار الأشكال الأولى للنقود فى صورة معادن نفيسة (ذهب وفضة) مؤسساً على ما تتمتع به من ندرة نسبية فى الطبيعة . ولكن بعد أن قوى نفوذ الدولة – وانتهاء عصر المعادن النفيسة – فرضت الندرة عن طريق فرض القيود على الإصدار النقدى الورقى (٢) .

خامسا : أن تكون وحداتها متماثلة تماما ، أى تشبه كل وحدة تماما الوحدات الأخرى المساوية لها فى القيمة ، حتى لا يعطى المتعاملون لبعض وحدات النقود قيمة مختلفة عن الوحدات الأخرى . الأمر الذى يرتب عليه وجود أكثر من ثمن للسلعة أو الخدمة الواحدة.

سادسا : أن تكون قابلة للانقسام دون ضياع لقيمتها ، أى تكون وحدتها الأساسية قابلة لأن تنقسم إلى عدد من الوحدات صغيرة القيمة تتناسب مع حاجة التعامل فى عمليات المبادلة التى يكون محلها أشياء ضئيلة القيمة . ويجب أن يتبع هذا الانقسام التكافؤ بين قيمة مجموع الأجزاء المنقسمة ووحدة النقد الكلية (٣) . والملاحظ أن ذلك لم يكن تاريخيا منطبقا على كافة أشكال النقود . فإذا كان تجزئة وحدات الذهب والفضة لا يؤدى إلى انخفاض قيمتها ، فعلى العكس من ذلك يؤدى انقسام

---

(١) د. مصطفى رشدى شيحه ، المرجع السابق ، ص ٧١ .

(٢) وإذا كانت الندرة عنصراً أساسياً ، لربط كمية النقود بحاجة المعاملات فإنه لا يجب أن تقف عائقا أمام ضرورة تزايد كمية النقود تبعا لتزايد حجم المعاملات ، وبشرط ألا تتجاوز هذه الزيادة القدرة الحقيقية للإنتاج .

(٣) فمثلا أربع أوراق من فئة الخمسة وعشرين قرشا تعادل جنيها مصرياً واحداً .

الأحجار الثمينة إلى الإقلال من قيمتها وبالتالى ينعدم التكافؤ بين الأجزاء المنقسمة والوحدة المقسمة . وقد كانت عدم قابلية أنواع معينة من النقود -كالماشية مثلا - للانقسام أحد الأسباب التى حدت بالجماعة العدول عنها والبحث عن شكل آخر للنقود ، وذلك بالطبع فضلا عن عدم تماثل وحداتها فى الحجم والوزن والنوع .

فضلا عما سبق هناك بعض الخصائص الأخرى ذات الأهمية العملية منها ضرورة التوحيد والتصنيف للوحدات النقدية ، وسهولة التعرف على وحداتها ، وسهولة حملها ، وقابليتها للتشكيل ، وكلها صفات الهدف منها تأدية النقود لوظائفها بكفاءة .

المبحث الثالث

وظائف النقود

للنقود عدة وظائف فى الاقتصاد الحديث . وتتوقف كفاءة النظام النقدى على مدى توفيق النقود فى آداء وظائفها الأساسية ، وهذا يتوقف بدوره على مدى إتصاف النقود بالشروط اللازمة لحسن اضطلاعها بتلك الوظائف. هذه الوظائف تختلف من حيث المصدر ، وأولوية الهدف ، ونطاق التطبيق. فهناك الوظائف التقليدية ذات الطابع النقدى البحت ، والمرتبطة أصلا بالنشأة التاريخية للنقود . وهناك الوظائف الأكثر عمومية، والمرتبطة بالنشاط الاقتصادى ، وتطور هذا النشاط فى الاقتصاد المعاصر (١) .

١- الوظائف التقليدية للنقود :

تقوم النقود بآداء عدد من الوظائف التقليدية ، والتى ترتبط فيما بينها فهى تستخدم كمقياس للقيم ، وكوسيط للمبادلة ، وكأداة لاختزان القيم، وأخيرا كأداة للمدفوعات المؤجلة . وفيما يلى نستعرض هذه الوظائف الأربع والتى يستبين منها أن كثيراً من الخصائص الجوهرية للاقتصاد الحديث ، مثل تقسيم العمل ، والإنتاج الكبير ، والإنتاج القائم على الطلب المتوقع ، والتبادل الواسع للمنتجات ، وتراكم رأس المال ، إنما ترتبط باستخدام النقود أوثق الارتباط .

---

(١) ففى الاقتصاد المعاصر اتجاه فكرى لا يقصر أهمية النقود على وظائفها التقليدية بل يتعداها إلى كونها أداة رئيسية للمحافظة على مستوى الإنتاج من فترة إلى فترة أخرى بل وزيادة مستوى الإنتاج فى فترة تالية . فى هذا الموضوع انظر د. مصطفى رشدى شيحه، الاقتصاد النقدى ، المرجع السابق ، ص ٧٣ وما بعدها . أيضا انظر :
Samy Hiram, Le rôle du système bancaire des pays en voie de développement, Université de Paris II, 1984, Thèse de Doctorat d'Etat.

١-١- النقود وسيط للمبادلة :

تتمتع النقود ، على عكس أى مال اقتصادى آخر ، بقوة شرائية عامة ويقصد بذلك أنها تعطى حائزها حقاً عاماً فى أن يحصل مقابلها على أى نوع يشاء من السلع والخدمات . وقد ترتب على هذه الخاصة أن تقوم النقود بوظيفة وسيط المبادلة ، أى أن تكون الأداة أو الوسيلة التى يمكن بها مبادلة السلع والخدمات المختلفة . وقد رأينا كيف أن هذه الوظيفة قد قسمت عملية المقايضة البدائية إلى قسمين : مبادلة السلعة فى سبيل الحصول على النقود ، وهذا هو البيع ، ثم مبادلة النقود فى سبيل الحصول على السلعة ، وهذا هو الشراء . ولكن قيام النقود بهذه الوظيفة قد أدى إلى أن تظهر خلال عملية المبادلة ، مرحلة جديدة لم تكن موجودة فى نظام المقايضة ، وهذه المرحلة هى إمكان الاحتفاظ بالنقود ، فترة من الزمن ، بين إجراء عملية البيع وعملية الشراء [١] .

والنقود قوة شرائية لأنها لا تقبل لذاتها وإنما لقدرتها على شراء السلع والخدمات والتوسط بين المتبادلين . وهى بالنسبة للفرد الواحد تتوسط بين مبادلتين ، بين عمليتين من عمليات المبادلة . إذ تتأتى له نتيجة لعملية مبادلة ، وهو لا يتلقاها إلا توطئه لإتفاقها فى مبادلة لاحقة . ومن هنا كان ما يدعو لتداول النقود هو عملية من عمليات الإنتاج ، لأنه لا يمكن لأى فرد أن يحصل على مبلغ نقدى أو عينى إلا إذا استطاع تقديم منفعة مقابلة ، وهذا هو الإنتاج . وعلى ذلك ترتبط نظرية النقود بنظرية الإنتاج . وهذا ما يدعو للتفريق بين القوة الشرائية وبين الأداة الشرائية . فقوة النقود الشرائية هى قدرتها على الشراء ، هى مقدار ما تشتريه من سلع وخدمات . أما الأداة الشرائية فهى وسيلة من قطع معدنية وأوراق نقدية وشيكات . وأهمية هذا التفريق فى التمييز بين كمية

---

(١) الاستاذ الدكتور محمد لبيب شقير، النقود، مكتبة النهضة المصرية ، القاهرة ١٩٥٦ ، ص ٢٠ - ص ٢١ .

النقود وبين قوتها الشرائية أى قيمتها . وتبعاً لاعتبار النقود قوة شـرائية وواسطة للتبادل فإنها تختلف عن السلع العادية فى أن السلعة يمكـن أن تشبع الحاجة نهائيا ، أما النقود فهى تمكن من الإشباع التداولى ، بمعنى أن النقود حين تشبع حاجة لشخص فإنها لا تستهلك ، ويعبر عن هذا بأن استعمال النقود يكون بإنفاقها ، بتداولها ، وليس باستهلاكها ذاتها . وبذلك تفترق النقود عن السلع ، فهذه تحقق لنا اشباعا حقيقيا . أما النقود فتحقق لنا الإشباع التداولى أى منفعة فى التداول (١) .

وظهور النقود كوسيط للتبادل من شأنه أن يخفف كثيراً من نفقات المعاملات . وتخفيض نفقات المعاملات ليس فقط السبب فى ظهور النقود كوسيط للمبادلات ، بل أنه يساعد أيضا على تطور شكل النقود . فتطور أنواع النقود هو فى الواقع تطور نحو اختيار وسيط للمبادلات يساعد على تخفيض نفقات المعاملة إلى أدنى حد . فتطور النقود السلعية إلى النقـود المعدنية من الذهب والفضة ثم إلى النقود الورقية ثم إلى النقود الكتابية أو نقود الودائع ، إنما هو تطور نحو استخدام وسيط أكثر كفاءة من حيـث تقليل نفقات المعاملات إلى أدنى حد (٢) .

١-٢- النقود مقياس للقيم :

تتحصل هذه الوظيفة للنقود فى قيامها بمهمة قياس قيم الأشياء ، أى بكونها وحدة معيارية ترد إليها قيم مختلف الـسلع والخـدمات (٣) .

---

(١) د. فؤاد مرسى ، المرجع السابق ، ص ٧ - ص ٨ .

(٢) د. حازم الببلاوى ، المرجع السابق ، ص ١٧ .

(٣) وهنا تثار مشكلة تقييم الكميات الاقتصادية بصفة عامة والسلع والخدمات بصفة خاصـة ويوجد لذلك ثلاث طرق :

١- القياس الطبيعى ، أى محاولة تقييم السلع والخدمات بأوزانها المادية وهو فى الغالب قياس مطلق حيث ينظر إلى الخصائص المادية للسلعة دون مراعاة لعلاقاتها التبادلية مع السلع الأخرى (كأن تقاس الأقمشة بعدد الأمتار) .

٢- القياس السلعى التبادلى ، أى محاولة قياس قيمة كل سلعة بالنسبة للـسلع الأخـرى وبطريقة مباشرة

وهذه الوظيفة هى وظيفة محاسبية فقط وهى تشير إلى وحدة مجردة للنقود. ولذلك فمن المتصور أن تظهر هذه الوظيفة دون أن تتدخل بالفعل فى المبادلة . كذلك فإنه من المتصور أن النقود المستخدمة كوحدة للقياس تكون مختلفة عن النقود الواقعية المستخدمة ، ما دامت النقود الواقعية مقدرة أيضا بنفس وحدات نقود المحاسبة . ومثال ذلك الـ Guinea الإنجليزى فهى وحدة للقياس تستخدم أحيانا رغم أنها غير موجودة فى التعامل، وحيث تتداول وحدات من الـ Pound ، فهنا وحدات الـ Guinea تعتبر نقود محاسبية فقط (١) .

والنقود فى قيامها بهذه الوظيفة ، إنما تقوم بدور يشبه دور المتر أو اليادرة فى قياس وحساب الأطوال أو الطن فى حساب الأوزان . ولكن لا يجب أن نستخلص من ذلك أن هناك تشابهاً تاماً ومطلقا بين دور كل من هذه الوحدات القياسية ودور النقود كمقياس للقيم ، إذ هناك اختلاف هام بين كل من هذه المقاييس ، فعلى حين يظل المتر ثابتاً دائما فى طوله، والطن ثابتا دائما فى ثقله ، قد تتغير قوة النقود الشرائية ، وتتغير بالتالى نسبة المبادلة بينها وبين السلع ، مما يترتب عليه تغير قيمة السلعة

= ٣- القياس النقدى أو القيمى ، أى قياس قيمة السلعة بعدد وحدات النقود اللازمة للحصول على السلعة .

وتثير العلاقة بين القياس السلعي والقياس النقدى مشكلة التفرقة بين الأسعار النسبية والأسعار المطلقة . فالقياس السلعى نسبى ، أى يرتبط بالمقارنة الحقيقية بين كميات السلع المتبادلة ، وهو يعكس بذلك الثمن الحقيقى أو معدل المبادلة لسلعة معينة بالنسبة لسلعة أو سلع أخرى . وعلى العكس من ذلك الأسعار المطلقة ، فهى أسعار نقدية بحتة تعكس مدى تطور قيمة النقود ، ويمثلها المستوى العام للأسعار ، أو النظرة الشاملة لمجموع الأسعار معبراً عنها بالنقود . وتصبح المشكلة الأساسية هى كيفية تحقيق التوازن بين الأسعار الحقيقية أو النسبية ، والأسعار المطلقة أو النقدية . فى هذا الموضوع انظر ، د. مصطفى رشدى شيحه ، المرجع السابق ، ص ٧٣ - ص ٧٨ .

(١) د. حازم الببلاوى ، المرجع السابق ، ص ١٢ - ص ١٣ .

التى نقيسها بالوحدة النقدية [١] . وبعبارة أخرى ، قد تتغير قيمة السلعة – وهو ما نقيسه بوحدة النقد – لا بسبب تغير طارئ على ظروف السلعة نفسها، ولكن بسبب تغير يطرأ على القوة الشرائية لوحدة النقد التى هى مقياس القيمة [٢] . وسوف نرى فيما بعد كيف تؤدى تقلبات القوة الشرائية للنقود إلى الإخلال بالعدالة الاجتماعية بما تستتبعه إعادة توزيع الثروة والدخل من تأثير على عملية خلق الثروة ذاتها فى الاقتصاد القومى . ومن هنا يسجل التاريخ النقدى عزوف كثير من المجتمعات عن استخدام وحدة النقد الوطنية فى التعبير عن القيم الاقتصادية حيث يعترى القوة الشرائية للنقود تدهور شديد ، والاعتماد عوضا عن وحدة النقد الوطنية على وحدة نقد أجنبية أو على مجرد سلعة مادية فى التعبير عن الأثمان أو فى حساب المدفوعات المؤجلة [٣] .

١-٣- النقود مخزن للقيم :

ترتبط هذه الوظيفة بخاصية الدوام والثبات وتعتبر أكثر وظائف النقود أهمية فى الاقتصاديات الحديثة [٤] . وتعنى هذه الوظيفة للنقود إمكان تأجيل تبادلها مقابل السلع والخدمات التى يرغب فيها حاملها إلى وقت لاحق فى المستقبل [٥] . فالنقود بما تمثله من قوة شرائية ، يمكن

---

(١) فالنقود بهذا المعنى أقرب إلى كونها قاسما مشتركا للقيم من كونها مقياسا مباشرا للقيم.
د. محمد زكى شافعى ، المرجع السابق ، ص ١٢ ، هامش (٣) .

(٢) د. محمد لبيب شقير ، المرجع السابق ، ص ٢٣ .

(٣) ويحدث هذا على الأخص فى أوقات التضخم . ففى أثناء التضخم الألمانى عام ١٩٢٣ كف المارك فى ألمانيا عن أن يكون أداة لقياس القيم مع استمراره فى الاحتفاظ بوظيفته كوسيط فى المبادلات ، بسبب التدهور السريع والعنيف فى قيمة المارك .

(٤) ويرى البعض "أنه لا يمكن الاعتراف للنقود بهذه الوظيفة من الناحية الاجتماعية . ذلك أن تكديس السلع هو السبيل الوحيد لاختزان القيم بالنسبة للجماعة ، أما تكديس النقود فلا يجدى المجتمع ثراء ولا منفعة . وتشذ عن هذا النقود السلعية كالذهب ، لا لما لها من منافع غير نقدية فحسب ولكن لما تتمتع به من قبول عام كوسيط عالمى للمبادلة أيضا " .

(٥) من هنا كان وصف الاقتصادى الفرنسى شارل ريست للنقود بأنها قنطرة بين الحاضر =

أن تكتنز أى يحتفظ بها سائلة فى وقت معين ، لتنفق فى وقت تال [١] . وهى بذلك تربط قيمة السلع بالزمن ، والنقود بفكرة المضاربة [٢] . ففى الاقتصاديات التى يمكن من خلالها توقع المستقبل بتنبؤات ثابتة ، تصبح هذه الوظيفة ذات أهمية كبرى ، وتلعب النقود دوراً هاماً فى تحقيق الادخار وتراكم رؤوس الأموال .

ووظيفة مخزن القيم ربطت النقود بميدان واسع هو ميدان الأصول، فالنقود لا تطلب فقط باعتبارها وسيطاً فى المبادلات ، وإنما تطلب أيضا باعتبارها أصلا من الأصول التى تحفظ فيها الثروة . ولذا يطلق أيضا على وظيفة النقود كمخزن للقيم اسم النقود باعتبارها أصلا أو ثروة. وهذه الوظيفة تربط النقود من ناحية بالأصول المادية ، ومن ناحية أخرى بالأصول المالية . وهذا الجانب هو الذى يعطى لنظرية النقود أهمية كبرى فى الاقتصاد حيث يضع النقود فى صلب ميادين الدخل القومى ، والنمو ، والتقلبات الاقتصادية ، وذلك بالنظر لأهمية الأصول المادية والمالية فى هذا المجال [٣] .

= والمستقبل ، وكان قول كينز "أن أهمية النقود إنما تنبع أساسا من كونها رابطة بين الحاضر والمستقبل " .

(١) ولهذا يرى بعض الكتاب أن استعمال النقود يجزىء عملية المقايضة إلى ثلاث عمليات:
الأولى : مبادلة الشيء بالنقود .
الثانية : اكتناز النقود حتى تعرض الحاجة لإنفاقها .
الثالثة : مبادلة النقود بالشيء المطلوب .
Charles Rist, History of Monetary and Credit Theory, pp. 324-337.
نقلاً عن د. محمد زكى الشافعى ، المرجع السابق ، ص ١٦ .

(٢) فى العلاقة بين الدخل والادخار ، والدخل والاستهلاك ، وعوامل تفضيل السيولة انظر:
Keynes, The General Theory of Employment, Interset and Money (1936), McMillan & Co. Ltd. London, 1960.
وقد بين كينز الدور الهام الذى تلعبه النقود فى تحديد مستوى التشغيل والمستمد من استخدام الأفراد للنقود باعتبارها مخزنا للقيم . وقد سمى كينز احتفاظ الأفراد بالنقود تحت أثر هذه الوظيفة باسم " تفضيل السيولة " .

(٣) د. حازم الببلاوى ، المرجع السابق ، ص ١٩ .

وبخلاف سلع الإنتاج والاستهلاك ، لا تعتبر النقود الأداة الوحيدة لاختزان القيم فى المجتمعات الحديثة ، إذ يمكن اختزان القيم بغير ذلك من الوسائل، كالاحتفاظ بالمعادن النفيسة ، أو فى صورة عقارات وأراضى، أو الإيداع فى البنوك أو صناديق التوفير والادخار ، أو شراء أذونات الخزانة أو الأوراق التجارية القصيرة الأجل ، أو تملك السندات والأسهم ...الخ . غير أن هذه الأصول جميعا ينقصها ما للنقود من سيولة[1]. ومن هنا كانت النقود القانونية هى السيولة ذاتها .

ويتوقف نجاح النقود فى آداء وظيفتها هذه على اعتبارين : الأول: خاص بالسلع والخدمات والثانى خاص بقيمة النقود نفسها . ومرد الاعتبار الأول أن النقود ذاتها ليست سلعاً ولا خدمات ، بل هى أداة للحصول على مثل هذه السلع والخدمات التى يرغب فيها الفرد فى الوقت الذى يحتاجها فيه . وما لم تكن هناك منتجات حقيقية يتم إنتاجها باستمرار فى المجتمع وتعرض فى السوق ، فلن يحصل من يحمل نقوداً مهما بلغ مقدارها على ما يريده من منتجات ولن تؤدى النقود فى هذه الحالة وظيفتها كأداة للاحتفاظ بالقيم [2] . أما الاعتبار الثانى فيتعلق بثبات قيمة النقود ، وبالتالى ثبات أسعار المنتجات . إذ تؤدى التقلبات السريعة فى قيمة النقود وفى الأسعار إلى اضعاف دور النقود كأداة للاحتفاظ بالقيم.

---

(١) والمقصود بالسيولة هو القابلية للتحويل إلى نقود فى الحال بلا خسارة . وغنى عن البيان أن معظم الأصول لا يمكن تحويلها فى الحال إلى نقود دون أن يرتضى البائع ثمة نقصان فى ثمنها ، أى دون أن يتعرض للخسارة . لهذا يوزع الأفراد ثرواتهم بين أدوات اختزان القيم على أفضل وجه ملائم لهم . ولما لم تكن هذه الأدوات جميعا على درجة واحدة من الصلاحية لاختزان القيم فى جميع الظروف ، فإن النسب التى يحتفظ بها الأفراد بثرواتهم فيها فى أى صورة من هذه الصور لا تبقى دائما على حال واحدة .

(٢) ومن هذا يتبين أن هذه الوظيفة للنقود وإن كانت صحيحة وحقيقية بالنسبة إلى الفرد فإنها لا يمكن أن تعتبر كذلك بالنسبة إلى المجتمع ككل . د. احمد جامع، المرجع السابق، ص٢٠.

١-٤- النقود أداة للدفع المؤجل :

تتحصل هذه الوظيفة في كون النقود أداة لتسديد كافة الالتزامات. وبالإضافة إلى تسهيل عمليات الاقتراض ، تستخدم النقود في دفع الضرائب أو تقديم الإعانات ، ودفع الأجور والمرتبات ...إلخ. ذلك أنه ما أن تستخدم النقود مقياسا للقيم الاقتصادية الحاضرة حتى تتخذ أيضا قاعدة للمدفوعات المؤجلة ، أى حتى تصبح النقود الوحدة التى تحسب بها المدفوعات الآجلة . ويعبر عن هذه المدفوعات ، حيث يشترط الوفاء بها نقداً، بالائتمان. وبهذا فإن النقود باعتبارها أداة للمدفوعات المؤجلة إنما تسهل عمليات الاقراض والاقتراض ، وذلك باستخدامها كأداة لتقرير أو لتحديد قيمة ما يتعين على المقترض دفعه في المستقبل إلى المقرض .

وبفضل هذه الوظيفة للنقود أمكن إيجاد سوق لرأس المال ، أو للائتمان، موضوع التعامل فيها هو القرض ، فالمؤسسات المالية (البنوك وصناديق التوفير والمعاشات ...الخ) والأفراد (مدخرات القطاع العائلى) يقومون بمنح الائتمان أو بالإقراض ، والحكومات والمشروعات العامة والخاصة والهيئات والمؤسسات المالية الوسيطة والأفراد وغيرها يقومون بالاقتراض . بأداء هذه الوظيفة تلعب النقود دور كبيراً في الادخار وتراكم رؤوس الأموال ويتم الاستثمار والإنتاج .

وبالطبع لن يتأتى للنقود إحسان آداء دورها كأداة للمدخرات المؤجلة ما لم تتمتع بثبات نسبى فى قوتها الشرائية ، أى دون أن تحدث تقلبات كبيرة تغير من قيمتها خلال المدة التى يسرى فيها القرض(١) . إذ تحول تقلبات القوة الشرائية للنقود دون آداء وظيفتها كأداة للمدفوعات المؤجلة بكفاءة على النحو المطلوب .

---

(١) وكلما طالت مدة القرض كلما زادت مخاطره سواء بالنسبة إلى المقرض أم إلى المقترض وبالتالى ضعفت قدرة النقود على أداء هذه الوظيفة .

٢- الوظائف ذات الطابع الاقتصادى العام :

يتبين من استعراض وظائف النقود أن كثيراً من الخصائص الجوهرية للاقتصاد الحديث إنما ترتبط باستخدام النقود أوثق الارتباط . ولا تقوم النقود بوظائفها سالفة الذكر فحسب ، بل إنها تؤدى كذلك مجموعة أخرى من الوظائف ذات طابع اقتصادى عام ، ومن أهم هذه الوظائف نذكر بصفة خاصة ما يلى (١) :

٢-١- النقود أداة من أدوات السياسة النقدية :

لعل من أهم الوظائف الراهنة التى عنى بها الاقتصاديون فيما يتعلق بدور النقود على مستوى الاقتصاد القومى ككل ، هى وظيفتها فى التأثير على المستوى العام للأسعار . فكما هو معروف تمثل النقود لحائزيها قوة شرائية يستطيعون أن يحصلوا مقابلها على كمية من السلع والخدمات التى يرغبونها فى حدود كمية النقود المتاحة لديهم . ويمكن أن نقول بوجه عام أنه إذا زادت كمية النقود المتداولة فى المجتمع بينما ظلت كمية السلع والخدمات المعروضة على ما هى عليه ، فلابد أن نتوقع - مع بقاء العوامل الأخرى على حالها - أن ترتفع الأسعار بوجه عام ، ومعنى ارتفاع الأسعار أن القيمة الحقيقية لوحدة النقد ، أى قوتها الشرائية ، لابد أن تنخفض . والعكس صحيح عندما تقل كمية النقود.

ومعنى هذا أن القيمة الحقيقة لوحدة النقد تكون عرضة دائما للتقلب كنتيجة لتغير مستوى الأسعار. وهذا التقلب فى القيمة الحقيقية لوحدة النقود له - كما سنرى - العديد من الآثار بعيدة المدى على توزيع الثروة ، والدخل الحقيقى ، ومستوى النشاط الاقتصادى بصفة عامة .

ولذلك فإن تغير العرض النقدى يعد من أهم أدوات السياسة

(١) الاستاذ الدكتور عادل أحمد حشيش ، أساسيات الاقتصادى النقدى والمصرفى ، الدار الجامعية، بيروت، ١٩٩٢ ، ص ٢٢ - ص ٢٥ . ود. مصطفى رشدى شيحه ، المرجع السابق، ص ٧٩ - ص ٨٢ .

النقدية التى تلجأ إليها السلطات النقدية للتأثير على مجرى النشاط الاقتصادى. ويصبح هدف السياسة النقدية هو التحكم فى تحديد كمية النقود التى تحقق مستوى معين من التوازن الاقتصادى . فزيادة عرض النقود عن حد معين يمكن أن يخلق موجه من الرواج قد يكون المجتمع فى حاجة إليها وذلك إذا ما كان يعانى ركوداً أو كساداً . بينما تخفيض كمية العرض النقدى قد تمكن من امتصاص آثار ارتفاع الأسعار والاتجاه نحو التحكم فى موجة التضخم الزاحفة (١) .

٢-٢- النقود وتخصيص الموارد الاقتصادية :

اعتقد الفكر الكلاسيكى فى مقولة مؤداها أن توازن الاقتصاد القومى لا يمكن أن يتحقق إلا عند مستوى التشغيل الكامل ، حيث تكون كل الموارد الإنتاجية فى المجتمع فى حالة استخدام كامل أو فى طريقها نحو ذلك . وكنتيجة لذلك فإن أى زيادة فى كمية النقود المعروضة ، لابد أن تؤدى إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار (٢) . ومع ظهور الفكر الكينزى وانتشاره حدثت تغيرات هامة فى الفكر الاقتصادى كان لها أبعد

---

(١) ولذلك يعتقد البعض أن النقود لا تدار فقط ولكنها تدير الشئون الاقتصادية أيضا . الدكتورة سهير محمد السيد حسن ، النقود والتوازن الاقتصادى ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ١٩٨٥ ، ص ٦٦ .

(٢) طبقا "للنظرية الكمية " النقدية الكلاسيكية . وكان الكتاب الكلاسيك يعتبرون الوظيفة الأساسية للنقود هى كونها وسيطا للمبادلة . وفى رأيهم أن الوظيفتين الأخريين، كمقياس للقيم وكمخزن للقيم ، وإن كانتا ذاتا أهمية ، إلا أنهما مرتبطتان بدور النقود كوسيط للمبادلة ومترتبتان على هذا الدور . وفى رأيهم كذلك أن قيام النقود بدور وسيط المبادلة قد سهل المبادلات ، وقضى على عيوب المقايضة ، ولكنهم يشيرون إلى أن المبادلات لا تزال ، فى حقيقتها ، عمليات مقايضة عينية ، وأن النقود حين تتدخل لا تفعل أكثر من تسهيل هذه المقايضات ، دون أن تغير شيئا من طبيعتها الحقيقية . ولقد ترتب على نظريتهم هذه أن عالجوا المشاكل الاقتصادية باعتبارها مشاكل مبادلات عينية ، وأن نظروا للنقود على أنها مجرد رداء يستر الطبيعة الحقيقية – وهى المقايضة – لتلك المشاكل ، دون أن يعدل هذه الطبيعة .

الأثر على النظرية الاقتصادية قاطبة.[1] . فطبقا للنظرية الكينزية يمكن تحقق التوازن الاقتصادى القومى عند أى مستوى من مستويات التشغيل (العمالة) وليس بالضرورة عند مستوى التشغيل الكامل . ومن ثم ، ففى مراحل التشغيل الأولى للاقتصاد القومى ، فإن زيادة كمية النقود لن تؤدى – بالضرورة – إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار ، كما ادعت "النظرية الكمية " النقدية الكلاسيكية ، وإنما سوف تعمل الزيادة فى العرض النقدى إلى خلق قوة شرائية جديدة لدى أفراد المجتمع تولد طلباً جديداً من جانبهم على السلع والخدمات الاستهلاكية . وبالتالى من المتوقع أن يحاول منتجو السلع والخدمات الاستهلاكية زيادة إنتاجهم منها لامتصاص هذه الزيادة الجديدة فى طلب الأفراد عليها . ولن يتحقق ذلك إلا إذا زاد طلبهم على السلع والخدمات الإنتاجية وعادة ما يتحقق لهم ذلك بحيث لا تكون الموارد الإنتاجية فى المجتمع قد وصلت بعد إلى مستوى التشغيل الكامل . وهكذا يتحقق نتيجة لزيادة العرض النقدى ارتفاع مستوى التشغيل وزيادة مستوى الإنتاج ، وبالتالى مزيد من الأرباح التى تحفز المنتجين على المضى قدما فى هذا الاتجاه الصعودى ويستمر الأمر كذلك حتى يصل المجتمع إلى مستوى التشغيل الكامل . وهنا بعد أن كان الجهاز الإنتاجى مرنا بالنسبة لزيادة العرض النقدى ، فإنه يصبح عديم المرونة ويتوقف الإنتاج (الحقيقى) عن الزيادة حيث لا تكون هناك أى

---

(١) وقد تميز تحليل كينز بأنه تحليل نقدى منذ البداية ، ومن ثم لا يمكن إجراء الفصل بين الاقتصاد العينى وبين الاقتصاد النقدى كما كان الحال فى النظرية التقليدية ، وبذلك ساعد كينز على الاتجاه نحو تحقيق الوحدة فى النظرية الاقتصادية . ففى كتابه "النظرية العامة فى التشغيل والفائدة والنقود" بين كينز أن النقود تلعب ، بالاشتراك مع بعض عوامل أخرى، دورا هاما فى تحديد مستوى التشغيل ، فتؤدى فى بعض الأحيان ، إلى تحقيق التشغيل الشامل ، وفى البعض الآخر تؤدى إلى إحداث بطالة قد تكون قاسية ، وأنها إنما تباشر هذه الآثار عن طريق استخدام الأفراد لها باعتبارها مخزنا للقيم . ومن هنا جعل كينز الوظيفة الأكثر أهمية للنقود هى كونها مخزنا للقيم . وقد سمى احتفاظ الأفراد بالنقود تحت أثر هذه الوظيفة باسم "تفضيل السيولة" وحلل دوافع وأسباب هذا التفضيل .

موارد إضافية عاطلة يمكن استخدامها لتحقيق المزيد من الإنتاج . وينحصر الأثر الكامل لزيادة العرض النقدى فى هذه المرحلة فى زيادة مستوى الأسعار دون أى زيادة فى الناتج القومى الحقيقى .

٢-٣- النقود وتوزيع الموارد بين مختلف أوجه النشاط الاقتصادى:

فالإنفاق النقدى لا يحدد كمية الإنتاج فحسب ، أى السلع والخدمات المنتجة ، وإنما يحدد أيضا إلى أين تذهب النقود . فهناك توزيع الموارد بادئا بين الأجور والفوائد والاستهلاكات . وهناك أيضا توزيع الموارد بين الادخار والإنفاق الاستثمارى ، وكذلك بين مختلف القطاعات الاقتصادية المختلفة ، زراعة ، وصناعة ، وخدمات . يضاف إلى ذلك أن مختلف الأنشطة الحكومية ، كإعداد الميزانيات ، وتحديد الإيرادات والمصروفات ، والرسوم والضرائب ، يتم إعدادها أيضا فى صورة نقدية .

نفس الأمر ينطبق على المشروعات ، فالأسعار والنفقات وعناصر الإنتاج تقاس بقيم نقدية . وعلى المنتج تبعا لذلك أن يحدد ما يحتاجه المستهلك ، وكمية الدخل الحقيقى والمتوقع للمشروع . ولعل ذلك يكون أكثر وضوحاً بالنسبة لتحديد الربح . فالربح هو فكرة نقدية أصلا، باعتباره يمثل الفرق بين الإيرادات المتحصلة من البيع والمصروفات أو نفقات الإنتاج . وبالمثل فإن اقتراض المشروعات من المؤسسات المصرفية ، وحساب سعر الفائدة يتم بوحدات نقدية . بل أن التمويل الذاتى الذى تلجأ إليه المشروعات حديثا لزيادة نشاطها الاقتصادى ، يتم دائما بواسطة اقتطاع جزء من الأرباح والاحتياطى فى صورته النقدية .

فالنظرية الكلاسيكية التى كانت تنظر دائما إلى النقود باعتبارها مجرد واجهة تعكس العلاقات الاقتصادية الحقيقية ، إنتاج وتشغيل وتوزيع، والتى اعتبرت دور النقود محايداً وغير ذى فاعلية فى ذاتها ، لا يمكن الدفاع عنها أمام تعدد الوقائع المخالفة لتلك المبادئ فى الاقتصاد

الرأسمالى المعاصر . فالتقلبات التى خضعت لها تلك الاقتصاديات فى الحقبة الأخيرة بفعل العوامل النقدية ، وحالات التضخم والانكماش التى تسود تلك الاقتصاديات ، بجانب حركات رؤوس الأموال وقدرتها على التأثير فى الأجهزة الإنتاجية وخاصة وقت الأزمات الاقتصادية والسياسية، وتواجد أسواق نقدية كمكان للمضاربة على قيمة النقود ، واتجاهات التركز المالى والتى حلت محل التركز الفنى والتى تجعل البنوك والمؤسسات المالية القابضة تتحكم فى اتخاذ القرارات المتعلقة بسياسات الإنتاج للوحدات الصناعية وبسياسات التوزيع لوحدات التسويق والتجارة ، ومشاكل الإصدار النقدى فى الدول المتخلفة لمواجهة عمليات التنمية، كل هذه الحقائق – وغيرها – تبرهن على أن تلك الأدوات التى تسمى نقودا لها قيمة ذاتية ، قيمة من شأنها أن تؤثر فى القرارات المتعلقة بالإنتاج والتوزيع ، وتجعل من السياسة النقدية ، عاملا مكملا للجهاز الإنتاجى ، وشرطا جوهريا لتحقيق النمو المتوازن للاقتصاد القومى.

وللنقود أيضا ، دورها المتجاوز لنطاقها المكانى ويبدو ذلك فى إطار العلاقات الإقليمية بين المناطق الاقتصادية المختلفة ، لأجل تحقيق التكامل بين الأقاليم المتجاورة . فهى تساعد على تحقيق التخصص ، وزيادة إمكانية التعاون والمبادلة بينها . وهذا ما يفسر كيف أن مجموعة إقليمية معينة – بالرغم من استخدامها وحدات نقدية مختلفة – تسعى إلى ربطها بمعدلات صرف ثابتة بفرض تحقيق استقرار العملة ، وكخطوة مبدئية نحو استبدالها جميعها بعملة واحدة . وتصبح المشكلة عندئذ هى توحيد أدوات الدفع بين الأقاليم ، مع المحافظة على السلوك والعلاقات النقدية الذاتية لكل إقليم .

٢–٤– النقود والقدرة على الخيار بالنسبة للأفراد :

يحصل الفرد على ما يؤديه من خدمات أو سلع إلى المجتمع على

دخل يتمثل فيما يمنح له من نقود تمكنه من تحقيق رغباته فالنقود بمـا تمثله من قوة شرائية تحقق خيارا لصاحبها فى توزيع مـوارده : بـين الإنفاق الحالى أو الادخار ، بين شراء هذه السلعة أو تلك ، بين تفـضيل خدمة معينة بالنسبة للخدمات الأخرى فالنقود تحقق له خيـار اللحظـة والمكان الذين يراهما مناسبين ، وأيضا الأشياء التى يريدها ، والرغبات التى يسعى لإشباعها (١) . ولا يخفى أن مثل هذا الخيار ، وإن عظمـت فائدته للأفراد ، قد يؤدى إلى قلقلة الاستقرار الاقتصادى إذا ما اتخـذت مزاولته صورة موجات واسعة النطاق نحو الاكتناز (زيـادة التفـضيل للسيولة) أو نحو الخروج عن حيازة النقود (نقص تفضيل السيولة) . غير أن جعبة السياسة النقدية والمالية لا تخلو من أدوات تمكن من تلاشى ذلك على النحو المطلوب . ولم يكن من المتصور أن تتحقق هذه الحرية فـى الحساب فى اتخاذ قرارات متعلقة بتوزيع دخله ، لو أن هذا الدخل كـان يحصل عليه فى صورة عينية ، أو فى صورة بطاقات تمثل سلعة معينة مفروضة عليه .

وفضلا عما تقدم فإن هذا التوزيع للدخول فى صورة نقدية ، من مآثره أن يحدد لنا بدقة درجة سوء توزيع الـدخول ونـصيب الطبقـات المنتجة ، وخاصة العمال ، فى ثمرات النمو . ويمكن لطبقات العمال أن تحسب مدى الارتباط بين تزايد الأجور النقدية وتزايد مستوى الأسعار .

---

(١) لهذا يفرق بعض الكتاب بين وظيفة النقود كأداة لاختزان القيم Store of value وبـين وظيفتها كحاملة للخيار Bearer of options
انظر :

F.D. Graham, The Primary Functions of Money out their Consummation Monetary Policy. American Economic Review. Suppl 1940

مذكور فى د محمد زكى شافعى ، المرجع السابق ، ص ١٨

المبحث الرابع

أنواع النقود

تتعدد أنواع النقود بتعدد وجهات النظر في اختيار أسس التقسيم[1]. فمن الكتاب من ينظر إلى طبيعة المادة المصنوعة منها النقود، ويفرق في هذا بين النقود السلعية والنقود الائتمانية . والنقود السلعية هي التي تصنع من مادة يتوافر لها استخدام تجاري إلى جانب الاستخدام النقدي ، أما النقود الائتمانية فهي التي تتمتع بقيمتها نظراً لوظائفها النقدية ولا يوجد لها أي استخدام تجاري يذكر . ومنهم من يجري التقسيم طبقا لمدى انتشار استعمال كل نوع من النقود فيفرق بين النقود العامة ، ومثالها أوراق البنكنوت والنقود المعدنية ، وهي نقود واسعة الانتشار ، ونقود محدودة الانتشار ، كالنقود الكتابية . ويمكن أن يقوم التقسيم على مدى نهائية قبول الأفراد للنقود ، فهناك نقود قابلة للتحويل ، وهي التي يمكن تحويلها من مؤسسة الإصدار إلى نوع أسمى منها ، ومثالها النقود الورقية القابلة للصرف بالذهب . ونقود نهائية ، وهي التي لا يمكن تحويلها إلى نوع أسمى منها ، ومثالها النقود الورقية غير القابلة للصرف بالذهب . كذلك يمكن تقسيم النقود بالنظر إلى قيمة المادة المصنوعة منها، فهناك نقود رمزية ، وهي التي تقل قيمة المادة المصنوعة منها في السوق التجارية عن قيمتها النقدية ، ونقود كاملة القيمة ، وهي التي تكون قيمتها النقدية مساوية لقيمتها التجارية كسلعة . ويمكن تقسيم النقود من حيث السلطة القائمة على إصدارها ، فهناك النقود الأولية ، وهي نقود تقوم على إصدارها السلطات النقدية بما لها من سيادة على الاقتصاد

---

(١) في هذا الموضوع انظر : د. محمد زكي شافعي ، المرجع السابق ، ص ٢٦ –ص ٥٦، د.فؤاد مرسي، المرجع السابق، ص ٢٠– ص٣٦ ، د. لبيب شقير ، المرجع السابق، ص٣٣–ص٨٠، د. احمد جامع ، المرجع السابق ، ص ٢٧–ص٧٠ ، د. عادل حشيش ، المرجع السابق، ص٢٧–ص٤٤، د. حازم الببلاوي، المرجع السابق، ص٨٦ –ص١٣١ .

القومى، وهناك نقود مشتقة ، وهى تصدر من مؤسسات أدنى كنتيجة لعمل الاقتصاد القومى والدائنية والمديونية بين مختلف وحدات هذا الاقتصاد وتبعا لحجم النقود الأولية .

وأياً كانت التقسيمات الممكنة فإننا سنتبع التطور التاريخى للنقود. فندرس الصور المختلفة للنقود كما ظهرت فى المراحل التاريخية المتتابعة. ذلك أن دراسة تطور النقود من نقود سلعية إلى نقود معدنية إلى نقود ورقية ثم إلى نقود مصرفية، يفسر لنا كيف تقوم النقود بوظائفها على اختلاف أنواعها (١) . وإذا كان التطور المتقدم يمثل مراحل متعاقبة فإن ذلك لا يمنع من اجتماع أكثر من نوع فى مرحلة واحدة . ومع ذلك فإن التطور المشار إليه إنما يمثل النقود الغالبة فى الاستعمال فى مراحل التطور المتعاقبة ، ثم نختم هذا الجزء باستعراض عملية التحول إلى وسائل الدفع الالكترونية .

١- النقود السلعية :

أمام عيوب نظام المقايضة لجأ الأفراد إلى استخدام إحدى السلع الواسعة الانتشار كنقود تقوم بمهمة الوسيط فى المبادلات . وقد اختار كل مجتمع كوسيط فى المبادلات أو كنقود تلك السلعة التى تنال فيه أهمية خاصة وتتمتع بقيمة عالية وتحوز على أكبر تقدير من كل أفراده . وقد كان من الطبيعى فى بادئ الأمر أن يكون هذا الوسيط بدوره سلعة استهلاكية فهى الماشية من أبقار وأغنام بين القبائل الرحل، وهى أدوات الصيد بين قبائل الأسكيمو ، وهى أنواع الطباق بين مزارعى فرجينيا ، وهى القمح عند قدماء المصريين ، وهى الحرير فى الصين ، وهى السكر فى الهند الغربية ..الخ . لكن المجتمعات البدائية ما لبثت أن تخلت

(١) وقد حفزت البعض أهمية هذا التطور إلى تقسيم تاريخ المجتمعات إلى ثلاثة عصور هى: عصر الاقتصاد الطبيعى أو المقايضة ، وعصر الاقتصاد النقدى ، وعصر الاقتصاد المصرفى أو الائتمانى ، د. فؤاد مرسى ، المرجع السابق ، ص ٢٠ .

عن استخدام السلع الاستهلاكية كنقود، لأسباب متعددة ، وأصبحت تستخدم بدلا منها سلع الزينة مثل العقود والحلقان المصنوعة من الأصداف والقواقع البحرية والحجارة النادرة ، ثم المصنوعة من المعادن بعد ذلك فى أواخر العهد البدائى : المعادن غير النفيسة كالنحاس والحديد والبرونز أولا ، ثم المعادن النفيسة بعد هذا وأولها الفضة ثم تلاها الذهب.

وإذا كانت النقود السلعية هى خطوة بدائية فى تطور النظم النقدية، فقد تقوم اعتبارات تدعو فى مراحل متأخرة إلى العودة إليها . يحدث ذلك فى الأوقات التى تندر فيها بعض السلع الهامة ندرة كبرى أو حين تنخفض قيمة النقود انخفاضاً مستمراً وبدرجة خطيرة . فمن المعلوم أنه بعد الحرب العالمية الأولى وانهيار قيمة المارك الألمانى المستمرة نشأت ظاهرة الهروب من هذه العملة واستخدم الكثيرون السجائر بدلاً من النقود، ونفس الظاهرة قامت فى أعقاب الحرب الثانية . وهكذا ولظروف استثنائية قد يعود الأفراد إلى مرحلة النقود السلعية بعد أن كان التطور قد وصل إلى مرحلة لاحقة من النقود الورقية ونقود الودائع (١) .

٢- النقود المعدنية :

ظهرت النقود المعدنية منذ العصور القديمة واتخذت أولا من معدنى الحديد والنحاس ثم من معدنى الذهب والفضة . وقد ساعد على انتشار استخدام المعادن النفيسة سهولة نقلها ، وضآلة تلفها ، وصعوبة تزييفها ، وقابليتها للتجزئة ، وندرتها الطبيعية ، فضلا عن الثبات النسبى فى قيمتها بالقياس إلى غيرها من السلع . فخلال فترة طويلة نسبيا من تاريخ البشرية قام كل من الذهب والفضة بوظائف النقود . وقد احتلت الفضة مكانا هاماً فى دول الشرق الأقصى (الهند والصين) وتمتع الذهب

---

(١) د. حازم الببلاوى ، المرجع السابق ، ص ٨٨ .

على العكس بأهمية خاصة فى الغرب ، على أن ذلك لم يمنع من قيام المعدنين معاً بالوظائف النقدية فى نفس المكان وفى نفس الوقت كما سنرى.

وقد تدرج استعمال المعادن النفيسة كنقود . ففى مرحلة أولى ، هى مرحلة النقود الموزونة ، أخذت المعادن النفيسة كنقود شكل سبائك تختلف كل منها عن الأخرى فى وزنها وفى درجة نقاء المعدن فيها . ولهذا كان الأمر يتطلب من الأفراد التحقق من الوزن والمعيار عند كل مبادلة . ولا شك أن مثل هذه العملية تؤدى إلى عرقلة المعاملات لما تتطلبه من وقت وإجراءات للتأكد من وزن السبيكة لتقدير قيمتها . وفى مرحلة ثانية ، هى مرحلة النقود المعدودة ، تولت السلطة العليا فى المجتمع مهمة تحديد وزن ودرجة نقاء قطعة أو سبيكة الذهب أو الفضة وإظهار ذلك على القطعة ذاتها بطريقة ما ، الأمر الذى لم يعد معه المتعاملين فى حاجة إلى القيام بهذه العملية مهما بلغ عدد المرات التى تستخدم فيها هذه القطعة كنقود .

وما لبث المجتمع أن توصل إلى تحسين أكبر فى استخدام الذهب والفضة كنقود عندما تولت السلطة السياسية العليا سك قطع منهما متماثلة تماما فى وزنها وفى درجة نقائها وإظهار ذلك الوزن وهذه الدرجة على كل قطعة . وبهذا عرفت المجتمعات المسكوكات من الذهب والفضة ومازالت تعرفها حتى الوقت الحاضر ، وإن كان ذلك على نطاق ضيق بعدما وجدت أنواع أخرى من النقود فى المجتمعات الحديثة . وقد احتكرت السلطة العليا فى المجتمع دائما عملية سك النقود باعتبارها مظهر من مظاهر السيادة ووسيلة ناجحة لزيادة مواردها ولتحقيق سياستها الاقتصادية بمزيد من الرشادة . ولذلك لم يلبث أن اعتبر سك النقود إحدى الخصائص الأساسية للسيادة أو السلطة العامة .

وفى مرحلة أخيرة من التطور أصبحت النقود المعدنية ملزمة

للأفراد بقوة القانون ، بعد أن كانت حرة التداول بين الأفراد وكانوا هم الذين يتولون صناعتها ويكفلون تداولها . ومن هنا ظهر السعر القانونى للعملة وهو عبارة عن التزام الأفراد بقبولها فى التعامل . وفى هذه المرحلة دعت حاجة المبادلات إلى أن توجد بجانب النقود المعدنية الرئيسية نقوداً معدنية مساعدة ، وهذه الأخيرة تصنع عادة من معادن غير نفيسة ، كالبرونز والنيكل . ومع ازدياد حركة استخراج الفضة بنسبة تفوق الزيادة فى إنتاج الذهب ، حدث تطور جديد فى مركز النقود المعدنية ، وبخاصة منذ القرن التاسع عشر إلى أوائل القرن العشرين . هذا التطور هو انحدار الفضة إلى مرتبة السلعة غير النقدية وقيامها بوظيفة العملة المساعدة ، وانفراد الذهب بكونه العملة الرئيسية ، بمعنى أنه ظل العملة التى تتخذ قاعدة للنقد ومقياساً لغيرها من القيم والعملة التى تقبل فى التسويات الخارجية . ومع عدم إيجاد تنظيم خاص للعلاقة بين هذين النوعين من النقود كانت تنشأ صعوبات كثيرة . ولذا فقد كان من الطبيعى أن تقوم المحاولات لإصلاح هذه المساوئ ، وإرساء قواعد نظام يضمن استقرار المعاملات بالتغلب على العقبات الناشئة عن عدم وجود تنظيم، ومن ثم نشأ نظام المعدنين ثم نظام المعدن الواحد كما سنرى فيما بعد.

ولكى يكون نوع من النقود المعدنية نقوداً رئيسية يجب أن تتوافر له خاصتيان أساسيتان : الاولى ، أن يتمتع بقوة إبراء غير محدودة فيستطيع المدين أن يسدد دينه مهما كانت قيمته ، ولا يكون لدائنه أن يرفض قبول أى كمية من هذا النوع لتسوية حقه ، أياً كانت قيمة هذا الحق. والثانية ، ألا تختلف القيمة النقدية للمعدن عن قيمته التجارية . ولكى يتحقق هذا الشرط يجب أن توفر الدولة للمعدن المصنوعة منه النقود حرية السك والصهر (١) .

---

(١) ولا تعنى حرية السك أن يكون لكل فرد الحق فى أن يسك بنفسه النقود المعدنية ، بأن=

وتتميز النقود المعدنية المساعدة هي الأخرى بخاصيتين أساسيتين: أولاً ، تفوق قيمتها الاسمية قيمتها الفعلية في السوق كمعدن ، أي أن قيمتها التجارية أقل بكثير من القيمة النقدية التي تقررها لها الدولة. وثانيا : فإن لها قوة إبراء محدودة ، بمعنى أن الدائنين لا يكونون ملزمين قانونا بقبول هذه النقود للوفاء بحقوقهم إلا في حدود قدر معين ، ولهم الحق في أن يرفضوا قبولها فيما زاد عن هذا الحد .

٣- النقود الورقية :

تاريخيا يمكن إرجاع أصل النقود الورقية إلى عهد الرومان ، حيث اعتاد الأفراد أن يودعوا ما لديهم من معادن نفيسة إلى الصياغ للاحتفاظ بها لديهم ، وأن يحصلوا مقابل ذلك على ايصالات أو شهادات يتعهد فيها الصائغ برد ما أودع لديه من معدن بمجرد طلبه . وفي أول الأمر كان المودع يسترد الذهب الذي أودعه لدى الصائغ في مقابل الايصال الذي يحمله بدوره مرة أخرى إلى أحد الصياغ ليحتفظ به لديه في مقابل ايصال جديد يتسلمه . لكن الأفراد ما لبثوا أن تخلوا عن حمل الذهب من الصياغ وإليهم في كل مرة يحتاجون فيها إلى إتمام إحدى عمليات البيع أو الشراء وأصبحوا يكتفون بنقل ملكية الايصال للذهب أو النقود من المشتري إلى البائع .

وقد ساعد على تحقق ذلك سهولة حمل الايصالات والتقليل من مخاطر سرقة الذهب ، والثقة المتوافرة في الصائغ الذي يحتفظ بالذهب

= يحول السبائك الذهبية مثلا إلى قطع نقدية ذهبية ، بل معناه أن يكون للأفراد الحق في أن يتوجهوا لدار سك النقود التابعة للدولة ويقدموا لها سبائك معدنية لتحولها إلى قطع نقدية مسكوكة مساوية في وزنها لوزن السبائك التي يقدمونها . وقد تقوم الدولة بهذه العملية مجانا، أو قد تتقاضى رسما ضئيلا لا يزيد عن نفقات السك . أما حرية الصهر فهي الحق في تحويل المسكوكات النقدية إلى سبائك ، ويقوم بذلك الأفراد ، في الغالب ، دون الالتجاء إلى الدولة ، كما أنه من غير الممكن عملياً رقابة عمليات الصهر بصورة فعالة وقاطعة.

والتى تضمن لمن ينتقل إليه ملكية الايصال إمكانية الحصول على الذهب بمجرد تقديمه إلى الصائغ الذى أصدره . وبهذا أصبحت الايصالات الورقية مثلها مثل الذهب ولم تعد ممثلة لنقود فحسب بل أصبحت هى نفسها نقوداً تقوم بكل وظائف النقود المعروفة . وقد كان هذا التداول للايصالات الورقية ما بين الأفراد باعتبارها نقوداً هو أول أشكال النقود الورقية (١) .

وما لبث أن حدث تطور آخر سريع مقتضاه أن يقوم بتسلم الذهب وإصدار الايصالات لا الصياغ وإنما البنوك . ولعل أول محاولة حقيقية لإصدار نقود ورقية تمت فى السويد عام ١٦٥٦ ، عندما أصدر بنك استوكهولم سندات ورقية تمثل ديناً عليه للتداول . فلم يكتف هذا البنك بأعمال البنوك العادية المعروفة فى ذلك الحين والتى تنحصر عادة فى عمليات الخصم ، وإنما لجأ إلى إصدار سندات عليه قابلة للتداول وتعهد بأداء قيمتها بالنقود المعدنية عند الطلب . وقد ساعدت الظروف الاقتصادية السائدة فى السويد آنذاك على قبول وانتشار استخدام هذه السندات التى أصدرها بنك "استوكهولم" . وبانتشار استخدام هذه السندات صار من الواضح أنها تقوم بوظائف النقود ، وانفصل إصدارها عن مجرد إيداع نقود معدنية لدى البنك وأصبح الإصدار مرتبطا فى الواقع بعمليات الائتمان التى يمنحها البنك . ولم يأت القرن التاسع عشر إلا وكانت النقود الورقية التى تصدرها مختلف البنوك مصاحبة للنقود المعدنية فى التداول كأداة نقدية تقوم بوظائف النقود جميعها . وقد كانت النقود الورقية قابلة للتحويل إلى ذهب أو فضة فى أول الأمر ، لكن هذه القابلية للتحويل ما لبثت أن انتهت بصفة نهائية فى الثلاثينات من القرن العشرين .

ففى مرحلة أولى كانت الورقة بديلا عن النقود المعدنية ، كانت

---

(١) د. أحمد جامع ، المرجع السابق ، ص ٣٩ – ص ٤٠ .

شهادة إيداع . وفى مرحلة ثانية ، استقر العمل على أن تقبل هذه الشهادات فى المعاملات ، وأن تقبل وفاء بالالتزام . وهكذا صارت الشهادة قابلة للتداول بعد تظهيرها [1] . ولكنها فقدت شيئا فشيئا هذه الصفة الشخصية ، فأصبحت لحاملها ، وأصبح يتم انتقالها بمجرد المناولة دون حاجة إلى التظهير . وبعد أن كانت فى البداية تصدر بأى قيمة ، حسب مبلغ الدين الذى تمثله على البنك للمستفيد ، أصبحت تصدر بأرقام دائرية وموحدة ، وهكذا أصبحت الشهادة تقبل لذاتها فى التعامل وتتبادل بالتسليم وتصدرها بيوت خاصة هى البنوك . ومع ذلك ظلت ايصالا بودائع من المعدن الذهبى الموجود لديها ، وكان فى الاستطاعة تحويل هذه الورقة إلى معدن بمجرد تقديمها إلى البنك . وفى مرحلة ثالثة ، تبينت البنوك أن هذه النقود الورقية لم تكن ترجع فى أغلب الأحيان إلى البنك ليصرف قيمتها بالمعادن ، وأن نسبة الأوراق المطلوب تحويلها دائما نسبة صغيرة إلى مجموع ما أصدر منها . فرأت أنه لم يعد من الضرورى أن تغطى الأوراق الصادرة بغطاء مقداره ١٠٠% من قيمتها. وبالتالى أصبح فى وسع البنك أن يصدر أوراقاً أكثر من نسبة الرصيد الذى يحتفظ به . وتم ذلك للبنك بمنح قروض تجارية جديدة فى صورة عمليات الخصم . إذ كان يكفى أن يتقدم إليه شخص ومعه ورقة تجارية يريد خصمها حتى يصدر البنك نقوداً ورقية تتدفق فى التداول جنبا إلى جنب مع النقود الورقية التى سبق إصدارها بغطاء . ومن هنا بدأت تظهر النقود الورقية التى تصدر بغير غطاء ، بدون رصيد معدنى ، وبمناسبة عملية إقراض وائتمان . وبعد إن كانت الورقة نائبة ، تنوب عن عملة معدنية ، أصبحت ائتمانية لا تستند إلى غطاء معدنى وإنما إلى ثقة المتعاملين فيها . ثم كانت آخر مرحلة فى تطور النقود الورقية . ذلك أنه على الرغم من ظهور النقود الائتمانية ، فقد ظل البنك صاحب

---

(١) أى بعد أن يتنازل عنها صاحبها ويسجل هذا التنازل على ظهرها .

الإصدار ملزما بدفع قيمة كل ورقة قابلة للتحويل إلى العملة المعدنيـــة ، والبنك ملزما بقوة القانون بتحويلها كلما طلب ذلك منه ، على الرغم من عدم احتفاظ البنك برصيد معدنى كاف . غير أن بنوك الإصدار ما لبثت أن أعفيت من تحويل النقود الورقية إلى نقود معدنية بأن فرض الـسعر الالزامى لأوراق البنكنوت . عندئذ أصبحت الورقة مجرد قصاصة ليس لها قيمة ذاتية كسلعة ، وإنما تعتبر قوة شرائية بناء على ثقة الأفراد فيها بحكم القانون . واليوم وقد بلغنا آخر مرحلة فى تطور النقـود الورقيـة أصبحت قيمة هذه النقود تتوقف على طريقة إصـدارها والكميـة التـى تصدر منها ، وليس على قابليتها للتحويل إلى الذهب كما كان الأمر من قبل (١) . ومن ثم فقد وجب التدخل لتنظيم إصدار هذه النقـود الورقيـة والتعامل فيها .

وتنحصر النقود الورقية فـى أنـواع ثلاثـة : نائبـة ووثيقـة وإلزامية(٢). فالنقود الورقية النائبة تمثل كمية مـن الـذهب أو الفـضة مودعة ببنك معين فى صورة نقود أو سبائك تعادل قيمتها المعدنية قيمـة هذه الصكوك التى تصرف عند الطلب ، فالأساس الذى يقوم عليه تداول هذه النقود الورقية هو النقود المعدنية أو السبائك المودعة فـى البنـك ، ومن ثم تعتبر نقودا نائبة . أما النقود الورقية الوثيقة ، فهى صكوك تحمل تعهدا من الموقع عليها بأن يدفع لحاملها عند الطلب مبلغا معينا . وتتوقف مكانتها فى التداول على مدى ما يتمتع به مصدرها من ثقة . ومن هـذا النوع أوراق النقد المصرفية "البنكنوت" التى تصدرها بنوك الإصدار بعد أن تحصل على إذن من الحكومة فى هذا الشأن ، ولهذه الأوراق التـى تصدرها البنوك رصيد معدنى تحتفظ به البنوك ، وتحرص على النـسبة

---

(١) د. فؤاد مرسى ، المرجع السابق ، ص ٢٧ – ص ٣١ .

(٢) Papier monnaie representaif & Papier monnaie fiduciaire & Monnaie inconvertible.

المعينة التى يحددها القانون . أما النقود الورقية الالزامية ، وهى غير القابلة للصرف بالمعدن النفيس فهى نوعان : نقود ورقية حكومية تصدرها الحكومات فى أوقات غير عادية وتجعلها نقوداً رئيسية ، غير أنها لا تستبدل بالمعدن النفيس ولا يقابلها رصيد معدنى . ونقود ورقية مصرفية "بنكنوت" يصدر بشأنها قانون يعفى بنك الإصدار الذى أصدرها من التزام صرفها بالمعدن النفيس ، ويستمر هذا النوع من النقود فى تأدية وظيفته كأداة للتداول ، ما حرصت السلطة المختصة على عدم الافراط فى الإصدار ، ومن ثم توافر ثقة الأفراد فيه [١] .

٤- نقود الودائع أو النقود الكتابية [٢] :

والنوع الحالى من النقود ، والذى يمثل أعلى درجات التطور النقدى بسبب استخدام وحدة مجردة من المديونية للقيام بوظائف النقود ، وليد تطور تاريخى تمتد جذوره إلى القرن الماضى . فقد شهد القرن التاسع عشر ازدياد أهمية الودائع الجارية كأداة لتسوية الديون فى كثير من البلدان حتى صارت نقود الودائع (أو النقود الكتابية) أهم وسائط الدفع فى النظم المصرفية المتقدمة ، وأصبح الشيك (وهو الأداة الرئيسية التى تنتقل بها ملكية هذه النقود) أهم أدوات الائتمان فى العصر الحديث ، والوسيلة الأولى للوفاء بالمدفوعات النقدية الكبيرة فى معظم دول العالم[٣].

---

(١) الاستاذ الدكتور عبد العزيز مرعى ، والأستاذ عيسى عبده ابراهيم ، اقتصاديات النقود والمصارف، الطبعة الأولى ، القاهرة ١٩٦٥ ، ص ٣٤ - ص ٣٥ .

(٢) د. احمد جامع ، المرجع السابق ، ص ٥٢ - ص ٥٩ .

(٣) د. عادل أحمد حشيش ، المرجع السابق ، ص ٣٦ .

وجدير بالإشارة إلى أن النقود الائتمانية هى الوديعة ذاتها وليست الشيكات . فالشيك بدون الوديعة لا يساوى شيئا فما هو إلا مجرد أداة لتداول الوديعة . وهنا يختلف الشيك عن النقود الورقية عند نشأتها ، إذ كانت نائبة عن النقود المعدنية ويتم تداولها دون أن تفقد قيمتها ، أما الشيك فإنه يفقد قيمته بعد أول تسوية يتدخل فيها .

وقد حدث الانتقال من النقود الورقية إلى النقود الكتابية بطريقة مشابهة تماما لتلك التى حدث بواسطتها الانتقال من النقود المعدنية إلى النقود الورقية . فكما أن إيداع الذهب لدى البنك قد أدى إلى استخدامه فى خلق نقود من نوع جديد هى النقود الورقية ، فإن إيداع هذه النقود الورقية نفسها لدى البنك قد أدى إلى استخدامها فى خلق نقود من نوع جديد هى النقود الكتابية وبأسلوب جديد هو بالذات أسلوب تحويل القيم أو الودائع من حساب إلى حساب آخر . وكانت المؤسسات التى تولت إجراء عمليات التحويل هذه هى البنوك المتخصصة فى قبول الودائع ، أى بنوك الودائع أو البنوك التجارية . وكما حدث فى النقود الورقية ، اكتشفت البنوك أن غالبية المودعين لودائع فى شكل نقود ورقية لديها ، يقومون بتداول النقود فيما بينهم عن طريق الشيكات التى يحررونها لبعضهم ، وأن أقلية ضئيلة هى التى تطلب سحب مبالغ فى شكل نقود ورقية من ودائعها أو حساباتها لديها . فضلا عن هذا فإنه يقابل هذه الأقلية أفراد آخرون يأتون إلى كل بنك يومياً حاملين نقوداً لإيداعها لديه ابتداء ويخرجون منه حاملين دفاتر للشيكات وتعهداً من البنك برد هذه النقود بمجرد طلبهم ، أو يأتون بهذه النقود لزيادة ودائعهم لديه .

وكان من الطبيعى أن تلجأ البنوك إلى ما سبق أن لجأت إليه فى الماضى، وأن تصدر تعهدات بدفع نقود عند الطلب تزيد فى قيمتها عن قيمة ما لديها فعلا من نقود فى خزائنها ، ولكن ليس إلى الحد الذى يعرض مركزها للخطر . وهكذا أصبحت البنوك تقرض الأفراد ، وذلك بأن تعطى المقترض ائتماناً بمبلغ القرض يعيده فى حسابه لدى البنك ، ومن ثم يصبح المقترض صاحب وديعة لديه بمقدار مبلغ القرض أو الائتمان الممنوح له يمكنه استخدامها بواسطة الشيكات ، على النحو نفسه الذى تستخدم به الوديعة الحقيقية أو الأصلية التى أنشأها إيداع الفرد لنقود ورقية لدى البنوك دون أية تفرقة . وقد احتفظت البنوك فى خزائنها بقدر

معين من النقود الورقية كاحتياطى نقدى لمواجهة ما قد يقدم إليهــا مــن طلبات سحب لهذه النقود يوميا ، تماما كما سبق أن احتفظت من قبل بقدر معين من الذهب لمواجهة طلبات تحويل النقود الورقية إلى ذهب .

وهكذا لم يعد حجم النقود الكتابية يقتصر علــى حجــم الودائــع الحقيقية، بل أضيف إليه حجم الودائع التى خلقتها البنوك أو الائتمان الذى خلقته على هذا النحو . وهنا أيضا كان لابد للدولة فى مواجهــة قــدرة البنوك هذه على زيادة العرض الكلى لحجم النقود فى المجتمع أن تتدخل لتنظيم عملية عرض النقود الكتابية ولرقابة خلق الودائع أو خلق الائتمان.

وهناك نوعان من الودائع لدى البنوك التجارية : ودائــع تحــت الطلب وتعرف عادة باسم الحسابات الجارية ، وودائــع الأجــل . أمــا الودائع تحت الطلب أو الحسابات الجارية فتتميز بأن المودع يستطيع أن يسحب أى مبلغ من حسابه أو وديعته نقداً بمجرد طلبه ، أى أنه يستطيع أن يحول وديعته فى الحال إلى نقود ورقية ، وذلــك دون حاجــة إلــى إخطار البنك مقدما بنيته فى إجراء هذا السحب أو التحويل . أما الودائع لأجل فتتميز بأن المودع يلتزم بإبلاغ البنك بنيته فى سحب ما يريد مــن مبالغ نقداً من وديعته قبل قيامه فعلا بهذا السحب بمدة محددة . وعادة ما تعطى البنوك فوائد عن الودائع تحت الطلب أو الحسابات الجارية .

وإذا كان من الصحيح أن النقود الكتابية لا تعدو أن تكون نوعــا من أنواع النقود ، مثلها فى ذلك مثل النقود الورقية ، إلا أنه يمكن التفرقة بين هذين النوعين من النقود من ناحيتين : أولهما ، أن النقود الورقيــة يعترف لها القانون بصفة الإبراء النهائية من الديون ، فى حين أن هــذه الصفة اختيارية للنقود الائتمانية ، وتتوقف على الثقة التى يضعها العملاء فى البنوك التجارية ، فضلا عن الثقة فى الشخص الذى أصدرت إليــه ، حيث لا يجبر القانون أى شخص على قبول شيك وفــاء لــدين أو ثمــن لمشتريات . ومع هذا فالنقود الكتابية قد اتسع نطاقها ، لسهولة الاستعمال

والقدرة على التجزئة ، كما أنها أقل أنواع النقود تعرضاً للسرقة . كذلك فإن الحماية القانونية التى يحيط بها المشرع الشيك قد زاد من الثقة ، ومن القبول العام له فى الوفاء بالالتزامات . وثانيهما ، أن النقود الورقية لا تقبل التحويل إلى ذهب في الوقت الحاضر ولهذا لا يلتزم بنك لإصدار بإجابة طلب من يريد تحويل يحمله من أوراق نقدية إلى ذهب . لكن الحال بخلاف هذا بالنسبة إلى النقود الكتابية ، فالبنوك التجارية ما تزال ملتزمة بتحويل ديونها التى تتخذ شكل ودائع إلى نقود قانونية ، أى نقود ورقية بصفة عامة ، بمجرد طلب المودع وذلك إذا تعلق الأمر بوديعة تحت الطلب أو حساب جار ، أو بعد تقديم أخطار من صاحب الوديعة ومضى الفترة المحدودة إذا كان الأمر خاصا بوديعة لأجل .

وهكذا شهد العالم تطوراً مستمراً فى ماهية الأشياء التى ارتفعت إلى مرتبة النقود بغية التغلب على العقبات التى تواجه إتمام المبادلات والتخفيض قدر الإمكان من نفقات المعاملات . فمن السلع بصفة عامة إلى استخدام المعادن ، ومن المعادن إلى التركيز على الذهب والفضة ، ومن الذهب والفضة إلى النقود الورقية ، ومن النقود الورقية إلى نقود الودائع وذلك قبل أن يشهد العالم هذا التحول الجذرى نحو تعميم وسائل الدفع الالكترونية .

المبحث الخامس

ماهية النقود

بالبحث فى طبيعة النقود ، أو تعريفها أو ماهيتها أو جوهرها ، اختلف الكتاب ، وأتوا فى ذلك بعدد من النظريات والآراء . وقد دار الجدل بصفة عامة حول نظريتين رئيسيتين فى هذا الموضوع ، وإن اختلف الرأى بين أنصار كل منهما فى عديد من النقاط [1] . فهناك النظرية السلعية للنقود [2]، ويرى أنصارها أن النقود سلعة كغيرها من السلع تماماً ، إما لأنها مصنوعة من معادن نفيسة هى نفسها سلعة فى رأى البعض مثل الاقتصاديين التقليديين ، وإما لأنها مفيدة ونادرة وبالتالى تؤدى خدمات مماثلة للخدمات التى تؤديها سائر السلع فى رأى البعض الآخر مثل الاقتصاديين النمساويين ، والذى يؤهلها للارتقاء إلى مرتبة النقود وتواتر استعمالها كوسيط للمبادلة توافر خصائص معينة تتميز بها تجعلها أوفر السلع صلاحية لهذا الوجه من الاستعمال . ومن ثم كان للنقود قيمة مستمدة من منفعتها كسلعة شأنها فى ذلك شأن غيرها من السلع، وتحدد قيمتها نفس العوامل التى تتدخل فى تحديد قيمة سائر السلع . وهناك النظرية الرمزية للنقود [3]، ويرى أنصارها أن النقود ليست سوى "بطاقة" أو "تذكرة" تخول حاملها حقاً على رصيد الجماعة من السلع والخدمات . ومن هؤلاء من يرى فى النقود اتفاقاً بين السلطة القائمة وبين أعضاء الجماعة مثل توماس الأكوينى وبعض التجاريين ، أو تجسيداً لقوى شرائية تعطى لحاملها الحق فى الحصول على مقدار

---

(١) انظر د. محمد زكى شافعى ، المرجع السابق ، ص ٢٠ ، هامش (٣) ود. أحمد جامع، المرجع السابق ، ص ٢٢ ، هامش (١) .

(٢) The Commodity Theory of Money.

(٣) Nominalisme.

معين من المنتجات مثل جون ستيوارت ميل وجوزيف شومبيتر ، أو أداة لتسهيل التبادل مثل دافيد هيوم ، أو أداة أعلنت السلطة السياسية في المجتمع أي الدولة أنها نقوداً فأصبحت نقوداًمثل كناب . ومن هنا تكون للنقود قيمة نسبية ، تتمثل في قوتها الشرائية على سائر السلع والخدمات ، ويحدد هذه القيمة عوامل خاصة تنفرد بالتطبيق على قيمة النقود .

والواقع أن البحث في طبيعة النقود أو ماهيتها هو بحث ضئيل الأهمية سواء من الناحية النظرية أو من الناحية العملية . وإذا كان الكتاب يختلفون فيما بينهم اختلافاً كبيراً في تعريف النقود ، فإنهم يتفقون جميعا على تعريفها بالنظر إلى وظائفها ويأتي الاختلاف بينهم من اقتصارهم على ذكر وظيفة أو وظائف دون الأخرى أو من تغليبهم لإحدى أو لبعض هذه الوظائف الأخرى من حيث الأهمية . فالأمر الجوهري هو أن أي شئ ، يعتبر نقوداً في الحدود التي ينال فيها قبولاً عاماً بين أفراد المجتمع كوسيط في المبادلات وكمقياس للقيم وكأداة للاحتفاظ بالقيم وكأداة للمدفوعات المؤجلة (١) .

وبصفة عامة تعرف النقود عادة بأنها " كل وسيط للمبادلات يتمتع بقبول عام في الوفاء بالالتزامات " . ولا يخفى قيام هذا التعريف على عنصرين (٢) :

الأول : أنه يجب أن يتمتع الشيء بقبول عام في الوفاء بالالتزامات كيما يعتبر نقودا ، ومن ثم لا تعد "الكوبونات" التي تقبل في الوفاء بقيم بعض السلع والخدمات نقوداً ، إذ لا يمكن استعمالها في شراء أية سلعة من السلع على الإطلاق .

---

(١) في تعريف النقود، انظر: د. محمد زكي شافعي ، المرجع السابق ، ص ١٩ – ص ٢٢، ود. فؤاد مرسي ، المرجع السابق، ص ٥– ص٦ ، د. محمد لبيب شقير، المرجع السابق، ص ٢٨– ص٢٩ .

(٢) د. محمد زكي شافعي ، المرجع السابق ، ص ٢١ – ص ٢٢ .

الثاني : أن أي شيء يتمتع بقبول عام في الوفاء بالالتزامات (وهو ما يفيد ضمناً إمكان التعبير عنه بمضاعف وحدة الحساب) يعتبر من الناحية الاقتصادية نقوداً ، وإن لم يعترف له القانون بصفة إلزامية في الوفاء . ومثال ذلك الودائع الجارية بالبنوك [١] ، ومن ثم ، تجب التفرقة بين العملة ، وهي النقود التي يعترف لها القانون بقوة إبراء محدودة أو غير محدودة ، وبين النقود عموماً ، وهي كل ما يتمتع بقبول عام في الوفاء بالالتزامات ، وتدخل فيها العملة وغير العملة .

وبعد ، لقد تبين من استعراض أنواع النقود أن النقود المعدنية كانت تحتوي في ذاتها على جوهر مادي ذي قيمة سواء كان هو الذهب أو الفضة، ثم حدث تطور أدى إلى ظهور النقود الورقية القابلة للتحويل التي لا تحتوي في ذاتها على جوهر ذي قيمة ، فهي مجرد ورق مزخرف، ولكنه يمكن تحويلها إلى عملة معدنية ذهبية أو فضية ، أي عملة ذات جوهر له قيمة في ذاته ، وبعد هذا أصبحت النقود الورقية غير قابلة للتحويل ، أي أنها فقدت إمكان تحويلها إلى نقود تحتوي على قيمة في ذاتها لكنها ظلت مع هذا تمثل شيئا مادياً ملموساً ومحسوساً هو تلك الأوراق المزخرفة . وأخيراً فقد ظهرت النقود غير الملموسة أو المحسوسة على الإطلاق ، ولا حتى في شكل ورقة أيا كانت ، وأصبحت النقود مجرد كتابة أو قيد في دفاتر بنك من البنوك ، وهذه هي النقود الكتابية أو نقود الودائع ، وفي كافة هذه الأحوال كان الأمر يتعلق دائما بأداة نقدية تقوم بوظائف النقود المعروفة جميعها . وإذا كانت النقود ليست بحاجة إلى أن تكون ذات قيمة في ذاتها ولا حتى أن تكون شيئا

---

(١) لا يوافق البعض على اعتبار الشيك نقوداً ، إذ لا يعدو الشيك أن يكون وسيلة لتحويل مبلغ نقدي من شخص إلى آخر . د. محمد زكي شافعي ، المرجع السابق ، ص٢٢ ، وأيضا د. محمد لبيب شقير ، المرجع السابق ، ص٢٨ . كذلك لا تعتبر نقودا أذونات البريد أو السندات النقدية أو لحاملها أو الكمبيالات . د. محمد زكي شافعي ، المرجع السابق ، ص٢٢.

ملموساً ومحسوساً فإنه يتضح من هذا أن أى شىء ، أو حتى لا شىء! ، يحوز على ثقة الجمهور وعلى قبوله العام كوسيط فى المبادلات يمكن أن يستخدم كنقود ، وفى الحقيقة فإن أى شئ يستطيع القيام بوظائف النقـود يمكن اعتباره نقوداً . ومن هنا يجد القول الشائع : "إن النقود هى ما تفعله النقود" تبريره الكامل (١) .

---

(١) د. احمد جامع ، المرجع السابق ، ص ٦٢ – ص ٦٣ .

المبحث السادس
سيادة وسائل الدفع الالكترونية

يتضح مما سبق أن تطور الأنواع المختلفة للنقود إنما يرتبط ارتباطا لازما بدورها الاساسى كوسيط فى التبادل ، الأمر الذى يحتم ضرورة تطورها بالتوازى مع التطور الأصيل فى المبادلات التجارية والمعاملات بين الأفراد والجماعات والدول ، وعلى النحو الذى يسهم فى ضمان ثقة أكبر وسهولة أكثر وسيولة أسرع وزيادة اعظم وانتشار أوسع لهذه المبادلات .

والواقع أن التطورات الأخيرة المتلاحقة فى وسائل الدفع البديلة للنقد السائل إنما ترجع فى لحقيقة إلى هذا التطور الهائل المماثل فى حجم وكيف المبادلات التجارية فى عصر العولمة . وإذا كان ارتفاع نسبة انتشار وحجم التعاملات النقدية monetarisation (أى شيوع اقتصاد المبادلة النقدية فى المجتمع) تعتبر من بين أهم المؤشرات على مدى تطور الاقتصاد والمجتمع بصفة عامة ، فإن المؤشرات الاحدث للتطور تعتمد على مدى حجم وسرعة انتشار المعاملات النقدية باستخدام وسائل الدفع البديلة للنقد السائل cashless means of payment .

هذا وقد شهد القرن الماضى (القرن العشرين) تطوراً كبيراً ومتسارعا - خاصة فى سنواته الأخيرة - لوسائل الدفع البديلة للنقد السائل بدءً من الشيك المصرفى التقليدى وانتهاءً - حتى الآن - بما يمكن تسميته بوحدات الدفع الالكترونية وذلك على النحو الذى نعرض له الآن بإيجاز .

تطور نظام الشيك :

يعد نظام "الشيك" من أهم الابداعات الانسانية فى مجال نظم الدفع وتسوية المبادلات . ويقوم هذا النظام على فتح المصرف "حساب شيكات" للعميل استنادا إلى وجود وديعة نقدية تحت الطلب حقيقية أو ائتمانية . ويستخدم العميل "دفتر الشيكات" الذى يسلمه له البنك فى تسوية مدفوعاته المختلفة كبديل للنقود . ولا يخفى أن نجاح هذا النظام منذ البداية كان متوقفا – وللآن – على مدى ما يتمتع به من ثقة جمهور المتعاملين وقبولهم العام له .

وكان للمزايا العديدة لنظام "الشيك" اكبر الأثر فى انتشاره السريع والمكثف سواء على النطاق المحلى أو الدولى . ومن أهم هذه المزايا إمكانية تحرير شيك بأى قيمة من النقود وبالتالى تجنيب المتعاملين مشقة الاضطرار لحمل كميات كبيرة من النقود لتسوية مدفوعاتهم ، وتوفير النفقات اللازمة لنقل الأموال ، وتجنيبهم مخاطر السرقة والضياع ، وتمكينهم من القيام بعمليات البيع والشراء دون اعتبار لبعد المسافة أو توقيت التعامل (خاصة أيام الاجازات وفترات المساء بعد انتهاء المواعيد الرسمية لعمل البنوك ...الخ) ، وسهولة ارسالها من خلال البريد والوسائل الأخرى البديلة . يضاف إلى ذلك ما يلعبه نظام "الشيك" فى زيادة حركة التعاملات ودورة النشاط الاقتصادى داخل الاقتصاد القومى ، والحد من كمية النقد السائل المتداول خارج البنوك ، واجراء عمليات المقاصة بين الشيكات الخاصة بالحقوق المتقابلة ، والحد من نسب احتياطى النقد السائل الواجب على البنوك الاحتفاظ بها ، وتمكين البنك المركزى من ادارة السياسة النقدية والتحكم فى العرض النقدى بصورة أفضل . ومن ناحية أخرى فإنه بقدر انتشار التعامل بنظام "الشيك" بقدر ما يمكن احكام عملية تحديد وتسجيل حجم المعاملات فى المجتمع

واشخاص المتعاملين ودخولهم ، الأمر الذى يؤدى بالضرورة إلى ضبط أكبر للنظام الضريبى والحد من انتشار وتأثير ظاهرة الدخول غير المشروعة ومكافحة غسيل الأموال .

ولكن كل تلك المزايا لم تمنع من وجود بعض السلبيات التى قد تعوق الحركة السريعة للمبادلات مثل احتمالات سرقة أو ضياع الشيكات ، أو عدم قبول صرف الشيك نقدا لعدم وجود رصيد للساحب أو لعدم اكتمال بيانات الشيك أو لعدم وضوح التوقيع أو لعدم صحته . كذلك قد يفتقر الشيك لعنصر السرعة فى توفير النقد السائل المطلوب ، وقد يضطر المستفيد إلى الانتظار عدة أيام لحين صرف الشيك نقدا أو دخول قيمته فعلا فى حسابه الأمر الذى يحرمه من الاستفادة بعائد أمواله عن هذه الفترة الضائعة ، وتزداد الخسارة بالطبع كلما زادت قيمة الشيك وكلما زادت هذه الفترة . يضاف إلى ذلك تكلفة هذا النظام متمثلة فى الحجم الهائل للأوراق المطلوبة والوقت الضائع والعمالة البشرية اللازمة لادارة النظام ، حتى انه بلغت التكلفة فى الولايات المتحدة الامريكية – مع بداية هذا القرن – حوالى ٥ بليون دولار سنويا لتداول ما لا يقل عن ٦٥ بليون شيك ورقى [(١)] .

والواقع أن الثورة الحقيقية التى أحدثها اختراع نظام "الشيك" بمزاياه المتعددة فى نظام تسوية المدفوعات ، بالإضافة إلى ما أظهره تطبيق النظام من سلبيات ، كانت وراء هذه الثورة الأخيرة فى نظم تسوية المدفوعات والتى توافرت مع الثورة الالكترونية والتطور المذهل والمتلاحق فى علوم ونظم الاتصالات والمعلومات وبرامج الحاسب الآلى .

---

(١) Frederic S.MISHKIN, The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 6th edition, 2000 Addison Wesley, USA, p.54

التحول لنظام تسوية المدفوعات إلكترونياً :

لعبت التطورات المذهلة والمتلاحقة فى تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات والحاسب الآلى دوراً حاسماً ومتجددا فى التحول من نظام المدفوعات " التقليدى " إلى نظام "وسائل الدفع الالكترونية" Electronic Means of Payment (EMOP) ، وذلك بهدف توفير اكبر قدر من السيولة والسرعة للمبادلات من جهة وأكبر قدر من الضمان والأمان لحقوق المتعاملين من جهة أخرى .

هذا وقد بدأ الجهاز المصرفى ثورة التحويل الالكترونى للأموال Electronic Funds Transfer (EFT) فى الستينات من القرن الماضى عندما أدخل البنك الاحتياطى الفيدرالى الأمريكى Federal Reserve نظاما جديداً اسماه "فيدواير" Fedwire ، للنقل الالكترونى للأموال واجراء عمليات المقاصة بين حقوق والتزامات المؤسسات المالية دون الحاجة لتبادل الشيكات الورقية . ثم بدأ هذا النظام فى الانتشار من خلال عدد من الانظمة الخاصة العالمية مثل نظام السويفت SWIFT الذى تديره المؤسسة الخاصة بالتحويلات المالية الكترونيا على مستوى العالم Society For Worldwide Intertelecommunications Financial Transfers .

أيضا انتشر استخدام نظام آخر وهو الشيبس CHIPS أو نظام مؤسسات المقاصة للمدفوعات بين البنوك Clearing House Interbank Payment House والذى يسمح بتحويل الأموال على مستوى العالم الكترونيا بين البنوك وغيرها من المؤسسات المالية والشركات والمتعاملين فى الأوراق المالية . ثم انتشر نظام التحويل الالكترونى للأموال ليشمل كافة صور المعاملات المالية للأفراد وخاصة من خلال انتشار دور مؤسسات المقاصة الآلية Automatic

Clearing Houses ACH وظهور وانتشار بنوك الجيرو Giro Banks .

هكذا أصبح النظام الجديد للتحويل الالكترونى للأموال نظاماً معمماً فى تسوية الحقوق والالتزامات المالية سواء على المستوى المحلى أو المستوى الدولى وسواء بالنسبة للأشخاص الطبيعيين أو الأشخاص الاعتباريين ، الأمر الذى اسال الكثير من المداد فى الكلام عن "النقود الالكترونية" والتحول المتسارع نحو المجتمعات اللا نقدية Cashless Societies حيث يحل استخدام التحويل الالكترونى للحقوق والالتزامات المالية محل استخدام النقد السائل الذى تتقلص الحاجة لاستخدامه بمعدلات متسارعة يوما بعد يوم . وبالطبع فإن لهذا التحويل الالكترونى أدواته التى ما لبثت أن تطورت هى الأخرى لتعكس عظمة الخالق جل وعلا فى توجيه الانسان لتطويع الابداعات التكنولوجية الحديثة بما يحقق له أشباعاً أفضل لحاجاته .

وتتمثل أهم هذه الادوات فى الأنواع المختلفة للبطاقات الالكترونية ، والمقاصة الالكترونية ، ووحدات النقد الالكترونية ، والشيكات الالكترونية، والتى نعتبرها جميعا بمثابة بدائل الكترونية حديثة للنقد السائل (أوراق نقدية أو عملات نقدية معدنية مساعدة) ، أى وسائل دفع الكترونية بديلة وليست نوعا جديداً من النقود نظرا لأنها فى نهاية المطاف لابد وأن تستند إلى قيم محددة من النقود الحقيقية ، الأمر الذى قد يتعارض مع وصفها بأنها "نقود الكترونية " [(١)] ، ورغم شيوع هذه

---

(١) انظر فى هذا الجدل .. احمد جمال الدين موسى ، النقود الالكترونية وتأثيرها على دور المصارف المركزية فى ادارة السياسة النقدية ، الجديد فى اعمال المصارف من الوجهتين القانونية والاقتصادية ، اعمال المؤتمر العلمى السنوى لكلية الحقوق بجامعة بيروت العربية ، الجزء الأول . منشورات الحلبى الحقوقية ، بيروت ، ٢٠٠٢ ، ص ١١٧-١٨٩.

التسمية فى معظم الكتابات المتخصصين وغير المتخصصين .

التجهيزات الرئيسية لوسائل الدفع الالكترونية :

لعب التطور الهائل - والمستمر - فى تكنولوجيا الاتصالات الالكترونية والحاسب الآلى الدور الرئيسي فى تلك الثورة المعاصرة والمتجددة فى وسائل الدفع الالكترونية .

وبالطبع كانت هناك العديد من التجهيزات اللازمة لترجمة هذه الثورة التكنولوجية عمليا على أرض الواقع ولتجسيد رغبات جماهير المتعاملين فى مبادلات سهلة وسريعة وآمنة وفعالة . ومن أبرز وأهم هذه التجهيزات ما يلى :

- ماكينات الصرف الآلى Automated Teller Machines ATM والتى تسمح ليس فقط بالحصول على النقود السائلة ، بل وايداعها على مدار اليوم والساعة باستخدام البطاقات المخصصة لذلك ، والاستفادة ايضا بالعديد من الخدمات المصرفية التى لم تكن تقدم من قبل إلا من خلال التعامل المباشر مع المصارف وفروعها . وكانت هذه الماكينات عند بداية ظهورها توجد فقط خارج ابنية فروع البنوك ، وتقتصر امكانية الصرف على البلد الذى صدرت به البطاقة وعلى عملاء البنك التابعة له الماكينة . ولكن مع تطور الأنظمة الالكترونية للربط الشبكى أصبح من الممكن تواجد هذه الماكينات فى كل مكان (الأسواق التجارية - المطارات - الجامعات ....الخ) . وأصبح من الممكن استخدام البطاقة للسحب من الماكينة خارج حدود الدول التى صدرت بها ، ولم يعد ضروريا السحب من الماكينة التابعة للبنك مصدر البطاقة . ولا يخفى بالطبع ما أدى إليه انتشار هذه الماكينات إلى التغيير الجذرى فى الأسلوب التقليدى لتعامل البنوك مع عملائها ، بل أنه يمكن الآن استخدام البطاقات والماكينات الحديثة فى اجراء عمليات

تحويل للنقود بين الحسابات المختلفة فى البنوك المختلفة أيا ما كان الزمان أو المكان.

- أجهزة نقاط البيع Points of Sale Terminals POS وهى اجهزة صغيرة حديثة تتواجد عند التجار والبائعين ومقدمى الخدمات المختلفة وتمكنهم عند ادخال البطاقة المخصصة للعميل من تحديد ما إذا كان حسابه أو حد الائتمان الممنوح له يسمح له بسداد قيمة المعاملة المطلوبة واتمام عملية الشراء . ومن ناحية أخرى تسمح هذه الآلة بالتحويل الفورى لقيمة المعاملة من حساب المشترى إلى حساب البائع. وبفضل هذا الابداع الحديث أمكن تفادى السلبيات التى كان يشكو منها التجار والبائعون (عدم وجود رصيد - التعامل مع البطاقات المسروقة- تأخر دخول المستحقات فى حساباتهم ....الخ) . هذا وسيؤدى الانتشار المعمم لهذه الآلات إلى التقليص المستمر للحاجة للنقد السائل لأدنى حد ممكن .

- وجود تشريعات حديثة تقر حجية المستندات الالكترونية والتوقيع الالكترونى اسوة بالمحررات الورقية والتوقيعات الحية المقارنة . ويعد غياب هذه التشريعات من أهم عوائق انتشار المعاملات الالكترونية وعمليات التجارة الالكترونية فى العديد من الدول . ويتم التوقيع الالكترونى باساليب عديدة منها :

* التوقيع باستخدام الخواص الذاتية والتوقيع البيومترى والذى يعتمد على الخصائص الفيزيائية والطبيعية للافراد وتشمل بصمة الاصبع ومسح العين البشرية ونبرة الصوت وخواص اليد البشرى .

* ادخال التوقيع بالماسح الضوئى Scanner .

* التوقيع باستخدام البطاقات الممغنطة اوالبطاقات الذكية االمزودة بشريحة الكترونية .

* التوقيع باستخدام القلم الالكترونى Pen - OP' .

* التوقيع الرقمى أو الكودى المشفر Encryption .

- توافر شبكات وأنظمة الاتصالات الالكترونية وبرامج الحاسب الآلـــى المتطورة والتى تضيف كل يوم ابداعا جديدا لمزيـــد مـــن الـــسهولة والانضباط والفعالية والأمان لوسائل الدفع الالكترونية الجديدة حتـــى أنها أصبحت مجالا رحبا من مجالات الصناعة المالية الحديثة . ومن اهم الانظمة التى يمكن الاشارة إليها فى هذا الصدد بروتوكول تـــأمين عمليات الاداء والدفع الالكترونى علـــى شـــبكة الانترنـــت Secure Electronic Transactions (SET) والذى يستهدف تأمين عمليات تسوية المدفوعات الكترونيا من خلال التحديد الدقيق لهوية المتعامـــل والتصديقة على توقيعة ، وضمان عدم اجراء تعديل على رسالته اثناء انتقالها للطرف الاخر ، وضمان الحفاظ على سرية المعاملة واشخاص المتعاملين ، وضمان عدم انكار المرسل لرسالته نظـــرا لان الرســـالة الالكترونية تكتسب صفة المحرر الاصلى الرسمى .

أهم صور وسائل الدفع الالكترونية :

رغم حداثة وسائل الدفع الالكترونية إلا أنها انتشرت بـــشكل مـــذهل بفضل ما وفرته من مزايا غير مسبوقة ، وتتطور بـــصورة مـــستمرة لتؤكد ما ذكرناه سابقا بشأن الارتباط اللازم بين التطـــور التـــاريخى للنقود ووسائل الدفع البديلة وبين تطور المعاملات والمبـــادلات كمـــا ونوعاً . ومن أهم صور هذه الوسائل الحديثة ما يلى :

- **الشيكات الالكترونية :** اظهرت التطورات التكنولوجية الحديثة إمكانية تبادل الشيكات الكترونيا وعلى نحو يؤدى إلى تحقيق العديد من المزايا أهمها الانخفاض المذهل فى الفترة الزمنية من الحصول على الـــشيك وبين تسييله وبالتالى حصول المستفيد على مستحقاته بشكل فـــورى .

وتعتمد فكرة "الشيك الالكتروني" على وجود وسيط يقوم بإجراء عملية المقاصة Clearing بين طرفى المعاملة (الساحب والمستفيد) ، وغالبا ما يكون هذه الوسيط بنك أو مؤسسة متخصصة . وللاستفادة من هذا النظام يلزم أن يشترك كل من المشترى (الساحب) والبائع (المستفيد) لدى مؤسسة المقاصة . وبعد تحديد التوقيع الالكتروني لكل منهما يتم تسجيله فى قاعدة البيانات الخاصة بهذه المؤسسة . وعند الاتفاق على الصفقة يحرر المشترى الشيك ويوقعه الكترونيا ويرسله إلى البائع الذى يوقع عليه الكترونيا ثم يرسله إلى مؤسسة المقاصة التى تتأكد من صحة الارصدة للبائع والمشترى وصحة التوقيعات وتخطر كلاهما بتمام اجراءات المعاملة . ويتم كل ذلك بشكل فورى On Line .

- **الدفع من خلال شبكة الانترنت** وذلك فى اطار التطور المتسارع للتجارة الالكترونية سواء بين المؤسسات بعضها البعض أو بين المؤسسات من جهة والأفراد من جهة اخرى . ويتم ذلك غالبا باستخدام البطاقات الائتمانية المعتادة أو بطاقات مدفوعة القيمة مخصصة لهذا الغرض .

- أنظمة المقاصة الآلية **Automatic Clearing Houses** التى ينتشر التعامل بها بصورة مذهلة نظرا لما تحققه من تسوية فورية ومضمونة لمستحقات المتعاملين فقد انتشر بسرعة مذهلة اسلوب قيام الموظفين العاملين فى مؤسسة ما بالسماح لمؤسستهم بتحويل رواتبهم لمؤسسة للمقاصة وغالبا ما تكون بنك أو مؤسسة تابعة له ، والتى تقوم بدورها بسداد كافة المبالغ المستحقة عليهم للجهات الدائنة (اقساط اسكان - اقساط سيارات - فواتير الخدمات المختلفة - فواتير الشراء المستحقة مع بداية كل شهر ...الخ) ومن هنا انتشردور " بنوك الجيرو Giro Banks " التى تخصصت فى هذه التسويات . ويدعم من دور

هذه المؤسسات التطور المذهل والمتجدد فى الأنظمة الالكترونية للاتصالات وشبكات الربط التى جعلت الجميع افرادا ومؤسسات ودول فى وضع اتصال فورى دائم . ويلاحظ أن انتشار هذا الاسلوب فى تسوية المعاملات من شأنه أن يلعب دوراً اضافيا فى تقليص الحاجة للتعامل بالنقد السائل.

- **وحدات الدفع الالكترونية E-Cash or Digi-Cash** : فى اطار السعي المجنون لخفض التكلفة الخاصة بأنظمة المدفوعات (وذلك فى الاطار العام للسعى لرفع كفاءة استخدام الموارد وفقا لمبادئ الرشادة الاقتصادية) ، وبفضل الامكانيات اللانهائية التى يوفرها كل يوم الابداع التكنولوجى المعاصر ، ظهر نوع جديد من وسائل الدفع البديلة للنقد السائل يتمثل فى قيام البنك أو المؤسسة المالية المتخصصة بالتخزين الالكترونى لوحدات دفع الكترونية Tokens تقابل عددا من وحدات النقود الحقيقية وبنفس قيمتها ، ويتم تحميل ذلك على الحاسب الخاص بالمتعامل وفقا لبرنامج مخصص لهذا الغرض . وتستخدم هذه الوحدات لاجراء مدفوعات ذات قيم محددة يتم تداولها بين الوسائط الالكترونية الخاصة بالأطراف المتعاملين . وعادة ما تكون المؤسسة التى تصدر هذه الوحدات بنك أو مؤسسة مالية متخصصة قد تكون هى الاخرى تابعة لأحد البنوك . ويتم عمل هذا النظام من خلال اصدار المشترى لامره - من خلال البرنامج المحمل على حاسبه الشخصى - بدفع قيمة مشترواته باستخدام هذه الوحدات الالكترونية ، وعند تلقى المؤسسة المصدرة لهذا الامر تتأكد من صحة بيانات المشترى الذى اصدر الأمر وتصادق على توقيعة وتنفيذ امره بتحويل القيمة إلى

حساب البائع بتحميلها على حاسبه الشخصى [١] .

- بطاقات الدفع Payment Cards تمثل بطاقات الدفع الالكترونية الان صناعة حقيقية حيث يخرج الينا منتجوها كل يوم بجديد فى سبيل تحقيق المزيد من الفاعلية والسرعة والسهولة والامان للدور الذى تلعبه هذه البطاقات السحرية فى الحلول محل النقد السائل فى تسوية المدفوعات . ومن اهم انواع البطاقات المعمول بها الان ما يلى : -

* بطاقات الرصيد القائم Debit Card والتى يطلق عليها ايضا اسم بطاقات " الخصم " أو " الحسم " أو بطاقات " الوفاء " . وهذه البطاقة لا تعطى ائتمانا وانما تسمح لحاملها بأن يحصل على نقود سائلة أو يستخدمها فى تسوية مدفوعاته وذلك فى حدود رصيده الدائن - دون ما أى تجاوز - فى حسابه المفتوح لدى البنك مصدر هذه البطاقة . وفى حالة الشراء من أحد المواقع المزودة بأجهزة البيع الطرفية POS يتم تحويل النقود مباشرة من حساب المشترى إلى حساب البائع .

- بطاقات الائتمان Credit Card وهى البطاقات التى تتيح فى حدوداً أئتمانية للحائزين دون ما اشتراط لوجود رصيد دائن فى حساباتهم لدى الجهة المصدرة لها وذلك لاستخدامها ، اما فى الحصول على نقد سائل أو تسوية المدفوعات الخاصة بالمشتريات من السلع والخدمات . وتختلف الحدود الائتمانية الممنوحة والضمانات المطلوبة وشروط السداد باختلاف العملاء واختلاف الجهة المصدرة للبطاقة . وينتشر استخدام هذه البطاقات بسرعة مذهلة على مستوى العالم وتلعب دوراً جوهريا فى زيادة المبادلات التجارية على كافة المستويات وفى التقليص المستمر فى الحاجة للنقد السائل . ومن اشهر أنواع بطاقات

---

(١) انظر فى التفاصيل : د . رأفت رضوان ، عالم التجارة الالكترونية ، المنظمة العربية للتنمية الادارية ، ١٩٩٩ ، القاهرة ص ٦٣ ، ٦٧ .

الائتمـــان " فيـزا Visa " و " مـاسـتـر كـارد Mastercard " و " امريكـــان اكـــسبريس American Express " و " داينـــرز Dinners " والتى اكتسبت اسمائها من اسماء الجهات المصدرة لهـا والتى تشترك مع البنوك فى اصدارها لعملائها .

* البطاقة سابقة الـدفع أو مخزونـة القيمـة Stored - Value Card وتختلف عن بطاقات الرصيد القائم أو بطاقات الائتمان فى انها تحمل قيمة نقدية محددة تدفع مقدما مقابل الحصول عليها لاسـتخدامها فـى تسوية المدفوعات الخاصة بالسلع والخدمات والمشتراه . هـذا وقـد انتشر التعامل بهذه البطاقات على نطـاق واسـع وفى كافة المجالات (الخدمات الهاتفية على سبيل المثـال) . ومـن احـدث التطبيقـات لاستخدام هذه البطاقات والتى طرحت فى الأسواق المصرية مـؤخرا بطاقة مدفوعة القيمة مخصصة للشراء من خلال شبكة الانترنت وذلك استجابة للاتساع المستمر فى التعاملات التجارية من خلال هذه الشبكة واستجابة لحاجة العملاء فى استخدام بطاقات مخصصة لهذا الغـرض فقط بغرض تجنب المخاطر التى قـد تـصاحب اسـتخدام بطاقـاتهم الائتمانية المعتادة وتوفير الاحساس بالامان لديهم . وتتميز تلك البطاقة بانها تتيح للعملاء استخدامها فى حدود المبلغ المودع بالبطاقـة فقـط ويمكن تكرار ذلك بزيادة قيمة البطاقة من خلال ايداع مبـالغ اخـرى بالبنك مصدر البطاقة .

* البطاقات الذكية Smart Cards وهى البطاقـات المـزودة بـشريحة الكترونية electronic chip (بجانب الشريط الممغنط) بحيث يمكن تحويل النقود منها أو إليها سواء من حساب صاحب البطاقة نفـسه أو حساب غيره وذلك باستخدام الحاسب الشخصى أو ماكينات الـصرف الالى ATM المجهزة بذلك ، أو من أجهزة الهاتف المحمول المجهزة

لاداء هذه الخدمة ، أو من خلال جهاز صغير مخصص لهذا الغرض اطلق عليه لفظ المحفظة الالكترونية Electronic Wallet نظراً لانه لانه يقوم بكافة وظائف المحفظة التقليدية [1] .

---

(١) F . S . MISHKIN, the Economics of Money , op . cir . p . 55

الفصل الثانى

النظام النقدى

سنتناول فى هذا الفصل دراسة عدد من النقاط كل فـى مبحـث مستقل هى :

المبحث الأول : فى ماهية النظام النقدى وخصائصه .

المبحث الثانى : فى النظام النقدى المعدنى .

المبحث الثالث : فى نظام النقد الورقى الإلزامى .

المبحث الأول

ماهية النظام النقدى وخصائصه

رأينا فيما تقدم أن النقود كظاهرة اجتماعيـة تـرتبط تاريخيـاً باقتصاد المبادلة أو إنتاج السوق ، وهذا يعنى أن تنظيم تداول النقود ، من خلال عمليات الإنتاج والتوزيع ، يخضع لقوانين عامة . ومع ذلك فـإن تداول النقود يخضع - بالإضافة إلى القوانين العامة - لقـوانين خاصـة ترتبط بنوعية البناء الاقتصادى ، وبطريقـة الإنتـاج التـى تـسوده . ومجموعة القواعد التنظيمية الخاصة بتداول النقود - فـى إطـار بيئـة اقتصادية معينة - بما يتضمنه ذلك من أنواع النقود ، وكيفية إصدارها ، وقواعد الحساب النقدى ومختلف المنظمات التى تحقـق للنقـود القيـام بوظائفها، تكون لنا ما يسمى بالنظام النقدى (١) .

فالنظام النقدى ، مثله مثل أى تنظـيم اقتـصادى آخـر ، هـو مجموعة العلاقات والتنظيمات التى تميز الحياة النقدية لمجتمع ما ، خلال فترة زمنية معنية ونطاق مكانى محدد . وعليه فإن النظام النقدى يتمتـع بثلاث خصائص رئيسية :

أولا : النظام النقدى هو نظام اجتماعى ، فالنظم النقدية كما يقول نيركس لم تخلق لذاتها ، وإنما هى أدوات اقتصادية تتخذ لتسهيل إنتـاج وتبادل المنتجات ، وهى تعكس بالضرورة الاقتصاد الذى وجدت لخدمته، بل هى لا تسير إلا وفقا له (٢) . فالنظام النقدى فى الاقتصاد الرأسـمالى

---

(١) اعتمدنا عند كتابة هذا الفصل ، بصورة مباشرة أحياناً ومهتدين أحيانـاً أخـرى، علـى مؤلف الاستاذ الدكتور مصطفى رشدى شيحه ، المرجع السابق ، المبحـث الثالـث مـن الفصل الأول.

(٢) R. Nurkse, L'expérience monétaire internationale. Jenc 1954, p.216.

يختلف عن النظام النقدى فى النظام الاشتراكى أو فى الاقتصاد المتخلف. ولا يمكن أن نتصور مثلا أن النقود أو المؤسسات أو العلاقات النقدية فى اقتصاد وطنى معين يتبع القيم الإسلامية ، تتماثل فى أشكالها ووظائفها مع مثيلاتها فى النظم الأخرى (١) . فكل اقتصاد معين إنما يناسبه نظام نقدى ومصرفى معين . ومتى عرفنا الظروف الاقتصادية والاجتماعية التى تسوده ، استطعنا أن نحدد نوع نقده وائتمانه (٢) . وهذا هو المعنى الحقيقى للخاصية الاجتماعية للنظام النقدى ، فالأخير هو جزئية تنتمى إلى حقيقة كلية هى المجتمع . فالروابط النقدية هى أساسا روابط اجتماعية.

ثانيا : النظام النقدى هو أيضا نظام تاريخى ، أى أنه يتطور ويتغير مع تطور وتغير النظام الاقتصادى والاجتماعى . فالنظام النقدى، مثله فى ذلك مثل أى نظام آخر ، لا يولد من فراغ ، أو يتخذ وضعا ساكنا، بل يولد من خلال الظروف الاجتماعية والاقتصادية السائدة فى فترة معينة ، ويتطور بتطور تلك الظروف . وفى كثير من الأحيان يكون سبباً فى تغيرها وشرطاً لتكونها . وهذا هو الجانب الحركى أو الديناميكى من النظام النقدى .

فالنظام النقدى يمثل الشكل الخاص لتداول النقود فى اقتصاد

---

(١) والأمر لا يقتصر على مجرد تحريم الإسلام للربا أو الفائدة وإنما يمتد ليشمل ما يتعلق بقانون القيمة فى الإسلام . فتحديد قانون للقيم الاقتصادية فى النظام الإسلامى سوف يحدد لنا كيفية توزيع الموارد ونوعية المؤسسات المصرفية وأدوات التمويل وكيفية توزيع الدخول، وغيره من التنظيمات والمنظمات التى تحقق آداء سير الاقتصاد وطريقة عمل البناء الاقتصادى باتفاق وتناسق مع القواعد والتعاليم الإسلامية . د. مصطفى رشدى ، المرجع السابق، ص ٨٧ هامش (٢) . ولمزيد من التفصيل فى هذا الموضوع انظر الاستاذ الدكتور عوف محمود الكفراوى ، النقود والمصارف فى النظام الإسلامى ، دار الجامعات المصرية، الاسكندرية ١٩٨٨ .

(٢) الاستاذ الدكتور فؤاد مرسى ، النقود والبنوك فى البلاد العربية – مصر والسودان ، معهد الدارسات العربية ، القاهرة ١٩٥٥ ، ص ١ .

المبادلة الرأسمالي ، وهذا الأخير بالرغم من احتفاظه بمقوماته وأهدافه الأساسية خضع لتغيرات كثيرة فى معالمه خلال مراحل تطوره . وقد صاحب هذا التطور تطور مماثل فى العلاقات النقدية . فمع تطور الاقتصاد الرأسمالى من مرحلة المنافسة إلى مرحلة الاحتكار ، ومن مرحلة الوحدات الإنتاجية الصغيرة إلى مرحلة الوحدات الإنتاجية الكبيرة. تطور النظام النقدى من مرحلة قاعدة الذهب إلى مرحلة قاعدة النقد الورقية ، ومن مرحلة الليبرالية النقدية إلى مرحلة التدخل النقدى(١).

ثالثا : كل نظام اقتصادى وبالتالى النظام النقدى ، يتمتع بخاصية مركبة، بمعنى أنه يتكون من مجموعة من العناصر ، يوجد من بينها عنصر أساسى ومحدد والبقية تعتبر عناصر ثانوية . والعنصر الأساسى هو الذى يلعب الدور المسيطر فى عملية تنظيم تداول النقود ، كما أن خصائص الظواهر النقدية تتحدد بصفة خاصة عن طريق العنصر الرئيسى . أما العناصر الثانوية فهى إما عناصر مشتقة من العنصر الأساسى أو عناصر تابعة له .

والعنصر الأساسى فى النظام النقدى هو "القاعدة النقدية" أو قاعدة القيم(٢) . ويقصد بها المقياس الذى يتخذه المجتمع أساسا لحساب القيم الاقتصادية أو لمقارنتها بعضها ببعض . والغرض منها المحافظة على القيمة الاقتصادية للنقود ، أى قوتها الشرائية ، فى النطاقين الداخلى

---

(١) ولم يكن هذا التلازم عفويا وإنما هو نتيجة طبيعية للتوافق بين البيئة الاقتصادية والظواهر النقدية . بهدف المحافظة على الأهداف الرئيسية للنظام الرأسمالى وهى الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج وتحقيق أقصى ربح نقدى ممكن .

(٢) ويتفق الاقتصاديون على أن القاعدة النقدية تؤدى ثلاث وظائف . فهى أولا أساس إصدار النقود فى الداخل . سواء من حيث كمية الإصدار أو من حيث الأوقات والظروف التى يتم فيها الإصدار. وهى ثانيا وسيلة لتحديد الصلة بين الأنواع المختلفة من النقود المتداولة فى دولة ما ، فتتحدد علاقة كل منها بالأخرى من حيث قيمتها ، ومن حيث مدى التزام الأفراد بقبول كل منها فى المعاملات . وهى ثالثا الأساس الذى تحدد بمقتضاه العلاقة بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية

والخارجى[1] . فالوظيفة الأساسية لقاعدة النقد هى المحافظة على القيمة الاقتصادية للنقود ، وأى تقلبات فى القاعدة النقدية تؤثر فى القوة الشرائية للنقود ، وفى قدرتها على أداء وظائفها الزمنية ، الحالة كوسيط للمبادلة ، والمستقبلة كمخزن للقيمة ، والمكانية أى بالنسبة لعلاقاتها مع العملات الأجنبية ، ومرد هذا أن قاعدة النقد هى تعبير حقيقى عن ظاهرة "الندرة فى الموارد النقدية" [2] . فكفاءة القاعدة النقدية تقاس بقدرتها على التحكم فى عرض النقود .

وبجانب العنصر الأساسى المتمثل فى قاعدة النقد ، هناك أيضا العناصر الثانوية المتدرجة فى النظام النقدى . ومن أهم تلك العناصر نقود القاعدة النقدية ذاتها ، أى وحدة النقد الرسمية المستخدمة فى الحسابات النقدية [3] . ويشترط فى هذه النقود توافر دعامتين أساسيتين : الأولى صفة القانونية ، أى تدخل الدولة بإعطائها قوة إبراء مطلقة فى الوفاء بالالتزامات يجبر الدائن على قبولها وفاء لدينه ، ويعفى المدين من دينه بمجرد السداد بها ، ويقبلها الجميع فى المعاملات . والثانية صفة النهائية ، وبحيث لا يسمح بتحويلها إلى أية نوع آخر من النقود ، أى يفرض لها السعر الإلزامى . والصفتان وإن كانتا غير متلازمتين فهما

---

(١) د. محمد زكى شافعى ، المرجع السابق ، ص ١٠٦ .

(٢) فإذا كانت الندرة قد اتخذت مظهراً مباشراً عندما كانت قاعدة النقد تتخذ شكلا ماديا متمثلا فى المعادن النفيسة ، وعلى أساس تمتع الأخيرة بندرة طبيعية ، فإن الأمر يختلف عندما تستند قاعدة النقد إلى القيم الورقية (قاعدة النقد الورقية) إذ تتحول القاعدة النقدية إلى مظهر تنظيمى يتمثل فى مجموعة الشروط والقواعد التى تضعها السلطات النقدية فى الدولة للتعبير عن تصورها للقيم النقدية وارتباطها بالقيم الاقتصادية .

(٣) فلكل اقتصاد قومى وحدة نقد أساسية – الجنيه أو الدولار أو الفرنك – ترتكز عليها المدفوعات الداخلية ، المترتبة على الالتزامات المالية كالإقراض والاقتراض ، البيع والشراء، والأجور والأرباح ....الخ .

ضروريتان [1] . إذ من الممكن – وقد حدث تاريخيا فى ظل قاعدة الذهب– أن تتوافر لبعض أنواع النقود صفة دون أخرى (قوة الإبراء القانونية دون أن تعتبر نقوداً نهائية) .

وكما سنرى فقد تطور الأمر فى ظل قاعدة النقد الورقية حيث انتهى هذا الانفصال بين طبيعة القاعدة النقدية وشكل النقود الأساسية . وطغت وظائف وعلاقات النقود الأساسية على دور وأهمية القاعدة النقدية. ولم تعد العلاقات الرئيسية فى النظام النقدى المعاصر تنحصر فى العلاقة بين القاعدة النقدية والنقود الأساسية ، وإنما بين الأخير وأدوات الدفع المتعددة الأشكال . وأبسط تلك العلاقات ما يتعلق بمضاعفات وحدة النقد الرئيسية أو مشتقاتها [2] . والعلاقة بين وحدات النقد الأساسية وأدوات الدفع الأخرى تتمثل فى موضوع السيولة . فالنقود الأساسية بصفتها نقودا قانونية ونهائية تمثل قمة السيولة ، أما أدوات الدفع الأخرى فهى تتمتع بدرجات متفاوتة من السيولة . وسوف تتحول أن عاجلا أو آجلا إلى نقود أساسية بحسب دورة النشاط الاقتصادى . وتختلف علاقة كل أصل من تلك الأصول (نقود ائتمانية – أذون خزانة – أوراق مالية) بالنقود الأساسية تبعاً لمقدرتها على التحول إلى نقود قانونية ونهائية ، بأقل نفقة ممكنة ، وفى أقصر فترة زمنية [3] . غاية الأمر هنا هو ضرورة أن يتمتع النظام النقدى بخاصية التناسق بين مختلف عناصره

---

(١) وليس فى الاعتراف بالسعر القانونى لبعض أنواع النقود ما يسبغ على هذه الأنواع جميعا صفة النهائية فى التداول النقدى فى البلاد .

(٢) ويرى بعض الاقتصاديين أنه من الأفضل ألا تكون وحدة النقد ذات قيمة كبيرة فتنشأ عنها صعوبات فى التداول أو صغيرة القيمة فيزدحم بها التداول . د. محمد دويدار ، المرجع السابق ، ص ١٢٦ .

(٣) ولعل تلك الروابط تقودنا إلى علاقة أعم بين النقود ورأس المال . أو بمعنى أدق تحديد دور النقود فى عملية التراكم الرأسمالى . الأمر الذى سوف نتعرض له عند معالجتنا لموضوع النقود والتمويل فى الاقتصاد الوطنى .

طبقا لمنطقه الذاتى .

وبناء على ما تقدم يمكننا بسهولة التمييز بين نوعين من الـنظم النقدية [1] بحسب مدى تدخل المشرع فى تنظيم العلاقات النقدية : نظـام النقد المعدنى ، ونظام النقد الورقى .

---

(١) والواقع أنه لا فرق بين اصطلاح "القاعدة النقدية" واصطلاح "النظام النقـدى" . فهمـا مترادفان يعبران عن معنى واحد هو تنظيم الإصدار وتحديد العلاقة بين أنـواع النقـود المختلفة، ووضع الأسس التى تتحدد بمقتضاها العلاقة بـين العملـة الوطنيـة والعملـة الأجنبية. انظر فى ذلك ، د. محمد زكي شافعى ، المرجع السابق ، ص ١٠٣ وما بعدها، د. محمد لبيب شقير ، المرجع السابق ، ص ٧٨- ص٩٢ . وفى إطار هذا المؤلف سوف نستخدم كلا المصطلحين بمعنى واحد .

المبحث الثانى

النظام النقدى المعدنى

(قاعدة النقد المعدنية)

يقصد بقاعدة النقد المعدنية التنظيم النقدى الذى يحدد المشرع فيه قيمة وحدة النقد بوزن معين من معدن من المعادن ، ويجعل النقود المصنوعة من هذا المعدن نقوداً رئيسية . وقد يجعل المشرع هذه الخاصية لمعدن واحد ، فنكون بصدد قاعدة المعدن الواحد [١] . وقد يجعلها فى نفس الوقت لمعدنين معاً فنكون بصدد قاعدة المعدنين [٢] . ومن الناحية التاريخية سارت بعض الدول فى أواخر القرن الثامن عشر على قاعدة المعدن الواحد الفضى [٣] . ولكن هذه القاعدة فقدت أهميتها ، واحتلت كل الأهمية قاعدة الذهب . ولذلك ندرس تباعاً قاعدة الذهب

---

(١) Monométallisme.

(٢) Bimétallisme.

(٣) يقصد بقاعدة الفضة النظام الذى كانت تستخدم فيه الفضة لصنع النقود الرئيسية والذى كانت قيمة وحدة النقد فيه تحدد عن طريق ربطها بوزن معين من الفضة . وقد كانت هذه القاعدة منتشرة فى كثير من البلاد فى نهاية القرن الثامن عشر وبداية القرن التاسع عشر، مثل فرنسا وهولندا والنمسا وألمانيا . وقد نجحت قاعدة الفضة فى وقت كان التداول الذهبى فيه محدودا نظرا لضآلة المستخرج فى العالم من الذهب ولكن لما زاد استخدام الذهب زيادة كبيرة خلال القرن التاسع عشر ، وانتشر فى التداول شيئا فشيئا ، ظهر عيب أساسى لقاعدة الفضة ، فالذهب كان يتم تداوله لا بقيمة محددة وثابتة ، ولكن طبقا لقيمته التجارية التى تتغير من يوم لأخر الأمر الذى دفع الرأى العام فى البلاد الآخذة بقاعدة الفضة إلى المطالبة بتحديد مركز ثابت للذهب فى التداول النقدى . وذلك بتحديد الدولة لقيمة ثابتة بقبولها صفته نقودا فى التعامل ومن هنا اتجهت الدول الآخذة بقاعدة الفضة ، إما إلى تركها والأخذ بقاعدة الذهب (ألمانيا عام ١٨٧٣) وإما إلى استبقاء الفضة كنقود رئيسية وجعل الذهب فى نفس المركز ، أى الأخذ بقاعدة المعدنين (فرنسا عام ١٨٠٣) ولم يبق على قاعدة الفضة عند قيام الحرب العالمية الأولى إلا بعض البلاد الشرقية مثل مراكش والحبشة وإيران وأفغانستان ، د. محمد لبيب شقير ، المرجع السابق ، ص ٩٣ .

باعتبارها الصورة الرئيسية لقاعدة المعدن الواحد ، ثم قاعدة المعدنين .

١- نظام المعدن الواحد (قاعدة الذهب) :

نظام المعدن الواحد عبارة عن قاعدة نقدية ترتبط بمقتضاها القيمة الاقتصادية للنقود بالقيمة الاقتصادية لمعدن واحد يتخذه المجتمع مقياساً للقيم الاقتصادية فيه ، ويعترف المشرع له بقوة إبراء غير محدودة للوفاء بالالتزامات . ويعنى اتباع قاعدة المعدن الواحد أن تقوم علاقة ثابتة بين قيمة وحدة النقد وقيمة وزن معين من المعدن المتخذ قاعدة للنقد فى البلاد . على أنه لا يكفى لتحقق هذا التكافؤ أن تصدر الدولة تشريعا بتحديد مقدار ما تساويه وحدة النقد من المعدن أو أن تسن قانونا بفرض سعر ثابت للمعدن بوحدة النقد . ولكن يجب أن يكفل المشرع بالفعل ثبات ذلك السعر أو تحقيق التكافؤ بين هاتين القيمتين ، سواء أكان ذلك باحتواء النقود المتداولة على ذلك الوزن المعين بالفعل أو بضمان الدولة صرف مختلف أنواع النقود بطريقة ما بالمعدن النقدى ، وبالعكس ، طبقا للعلاقة القانونية الثابتة بينهما .

وبعد أن نافست الفضة الذهب كقاعدة للنقد السلعى قبل القرن التاسع عشر، استقر الأمر لقاعدة الذهب خلال الفترة من عام ١٨٧٥ حتى عام ١٩١٤ ليس فقط كنظام نقدى محلى بل مثل أساسا للعلاقات النقدية العالمية (١) . هذا إلى جانب استمرار الولايات المتحدة العمل به محليا خلال وبعد الحرب العالمية حتى عام ١٩٣٤ . وحتى ١٥ أغسطس عام ١٩٧١ ، حينما أوقفت حكومة الرئيس نيكسون تحويل الدولار إلى ذهب ، لعب الدولار الأمريكى دور العملة القابلة للصرف بالذهب تطبيقا لاتفاقية بريتون وودز .

---

(١) فإذا توافقت عدة دول على اتخاذ الذهب قاعدة للنقد ، وكفل المشرع للأفراد حرية تصدير المعدن واستيراده بلا قيد ولا شرط ، اكتسبت القاعدة صفتها الدولية وأطلق عليها اصطلاح "قاعدة الذهب الدولية" .

ويمكن تعريف قاعدة الذهب بأنها التنظيم النقدى الذى يحدد فيه المشرع قيمة وحدة النقد عن طريق ربطها بوزن معين من الذهب ، فتحقق بذلك المساواة بين قيمة وحدة النقود وقيمة هذا الوزن المعين من الذهب، والذى يكون الذهب فيه هو النقود الرئيسية فى النظام النقدى كله. وليس معنى الأخذ بقاعدة الذهب أن يكون التداول النقدى قاصراً على الذهب، إذ يوجد إلى جواره فى التداول أنواع أخرى من النقود ، معدنية وورقية وكتابية ، ولكن تعتبر كل هذه الأنواع من النقود أنواعاً تابعة أو مساعدة ، وتتحدد العلاقة بين قيمتها وقيمة الذهب عن طريق ربطها بوحدة النقد ، وببيان ما تمثله بالنسبة لهذه الوحدة . ولقد عرف العالم ثلاث صور لقاعدة الذهب ، تعرف الأولى باسم قاعدة المسكوكات الذهبية، والثانية باسم قاعدة السبائك الذهبية ، والثالثة باسم قاعدة الصرف الذهبى . ويجمع بين هذه الصور عدة خصائص أساسية فتكون الدولة على قاعدة الذهب إذا توافرت الشروط الآتية :

١- إذا حددت الدولة قيمة عملتها الوطنية بوزن معين للذهب بحيث يكون لهذه العملة سعر ثابت بالنسبة للذهب .

٢- إذا قامت علاقة بين عرض النقود داخل كل دولة وبين الذهب الذى تحوزه .

٣- إذا قامت حرية كاملة لحركات الذهب من حيث التصدير والاستيراد دون أية قيود .

ونستعرض فيما يلى هذه الأشكال تباعا .

١-١-قاعدة المسكوكات الذهبية (١٨١٦ - ١٩١٤) :

تتميز هذه الصورة من قاعدة الذهب [١] ، باحتواء التداول النقدى

---

(١) وهى أول صور قاعدة الذهب وأكثرها كمالا على الإطلاق ، ولذا فهى التى تقصد عادة عند الكلام عن قاعدة الذهب بصفة مجردة دون وصف آخر .

على مسكوكات ذهبية ، ويتمتع الذهب بقوة إبراء غير محددة . ومع ذلك فقد تتداول إلى جانب الذهب أنواع أخرى من النقـود المعدنيـة وغيـر المعدنية ، ولها قوة إبراء محدودة ، وتلتزم مؤسسة الإصدار بتحويلها إلى ذهب متى تقدم حاملها طالا ذلك . وللأفراد حرية سك وصـهر المعـدن الذهبى ، دون تقييد للكميات التى يسمح لهم بسكها أو صـهرها . كمـا تتوافر حرية كاملة لتصدير واستيراد الذهب .

وقد كانت انجلترا أول من اتبـع قاعـدة المـسكوكات الذهبيـة بخصائصها هذه بمقتضى قانون ١٨١٦ ، ولكن نظرا لأن قابلية تحويـل الأوراق إلى ذهب كانت ممنوعة فعلا حتى عـام ١٨٢١ ، فـإن بنـك انجلترا لم يستأنف العمل بهذه القاعدة إلا فى هذا التاريخ . ومن انجلتـرا انتقلت هذه القاعدة إلى بقية دول أوروبا ، حيث كانت مطبقة فى معظمها عند قيام الحرب العالمية الأولى . وقد أخـذت مـصر ، مـن الناحيـة القانونية، بقاعدة المسكوكات الذهبية بمقتضى مرسوم الإصلاح النقـدى الصادر عام ١٨٨٥ (١) .

وإذا كان النظام النقدى للاقتصاديات المسيطرة على العالم فـى تلك الفترة قد أسس على الليبرالية النقدية من جهة ، وعلى قاعدة الذهب من جهة أخرى ، فإن فاعلية هذا النظام إنما تقدر علـى ضـوء كفـاءة القاعدة النقدية فى أداء وظائفها من خلال علاقاتها (٢) .

أولا : بنقود القاعدة النقدية أى النقـود النهائيـة (المـسكوكات الذهبية) .

ثانيا : بالنقود الأخرى المشاركة فى التداول (النقـود الورقيـة والنقود الائتمانية) .

---

(١) والذى نص على أن تكون وحدة النقد المصرى هى الجنيه الذى يزن ٨,٥ جرامـا مـن الذهب من عيار ٨٧٥ فى الألف .

(٢) د. مصطفى رشدى ، المرجع السابق ، ص ٤١ – ص ٥٧ .

ثالثا : بالأسعار والقوة الشرائية للنقود .

رابعا : بالمدفوعات الدولية .

وفيما يختص بالعلاقة الأولى ، كان لابد من التوازن الدائم بين قيمتى الذهب النقدية والسلعية حتى يمكن استقرار نقود القاعدة النقدية . فإذا اختلفت قيمة الذهب كسلعة والقيمة الإسمية للذهب كنقود ، فسوف يؤدى ذلك إلى عدم الاستقرار فى نقود القاعدة النقدية ، ويحدث تسرب للذهب من القطاع النقدى إلى القطاع السلعى والعكس . الأمر الذى يعتبره أنصار قاعدة الذهب من مميزاتها الأساسية ، إذ أن إمكانية التحويل من سوق إلى آخر يحقق التوازن التلقائى بين حجم النقود وحجم المعاملات . غير أن تحقق ذلك يتطلب توافر شرطين أساسيين . الأول أن تتحقق حرية الحركة (الخروج والدخول) والتداول للذهب من الاقتصاد الوطنى إلى الاقتصاد العالمى ، وبمعنى آخر توافر سوق عالمى وحيد للذهب يربط بين الأسواق الوطنية المختلفة من جهة ، وبين القيمة السوقية الداخلية للذهب وقيمته العالمية من جهة أخرى . والثانى أن يعترف للأفراد بحرية السك والصهر ، وهو شرط نظرى بحت حيث أن مؤسسة الإصدار فى كل دولة هى التى تختص دائما بعملية السك والصهر .

وعندما ننتقل إلى العلاقة الثانية ، فالحقيقة التى يجب إدراكها هى أن الأخذ بقاعدة الذهب من جانب نظام نقدى معين لا يعنى اقتصار التداول النقدى على المسكوكات أو النقود الذهبية . فالأخيرة تتمتع بخاصيتى القانونية والنهائية باعتبارها نقود القاعدة النقدية . إلا أن هناك أدوات دفع أخرى ، بعضها يتمتع بخاصية القانونية دون خاصية النهائية (النقود الورقية) ، والبعض الآخر لا يتمتع لا بالقبول الإجبارى ولا بخاصية النهائية (النقود الائتمانية) ، وإنما تستخدم فى المعاملات على أساس القبول الاختيارى وثقة الأفراد فى المؤسسات التى تصدرها . وقد

عرف كلا النوعين قبل تطبيق قاعدة الذهب ، كما استمر تداول هذه النقود بعد تطبيق قاعدة الذهب ، بل كان تطورها ونموها نتيجة طبيعية لتطبيق هذه القاعدة (١) . وتظهر الدراسة لكل من الاقتصاد الانجليزى والفرنسى أن الارتباط بين نوعية النقود والنظام النقدى لم يكن وليد الصدفة ، بقدر ما هو لصيق بمنطق واختيار وظروف البيئة الاقتصادية . وعلى خلاف النظام الفرنسى ، فإن النظام الإنجليزى كان فى بدايته تطبيقا حازماً لقاعدة الذهب . وإذا كان النظام الإنجليزى يتميز بأن كل نقود مصدرة يقابلها غطاء ذهبى بكامل قيمتها ، إلا أنه يعيبه أن الموارد الذهبية قد لا تكفى لمواجهة المعاملات المتزايدة وتمويل النشاط النامى . وهنا تبدو ضرورة البحث عن حلول لتوفير أدوات التمويل اللازمة للتجارة والصناعة . ولقد حاولت البنوك التجارية أن تقوم بدور فعال فى هذا المجال ولكنه دور يختلف عما حدث فى فرنسا . ففى فرنسا كانت الوسيلة هى الخصم وإعادة الخصم ، وأدوات التمويل هى النقود الورقية غير المغطاة بالمعدن (الإصدار الجديد) . أما النظام الإنجليزى فقد اتبع طريقة فتح الاعتماد وأداتها النقود الائتمانية (الشيكات) . وترتب على ذلك أن قام بنك انجلترا بإصدار نقود ورقية تتجاوز فى قيمتها ما يحوزه من غطاء ذهبى . وبذلك أصبحت كافة أدوات الدفع الموجودة فى التداول من نقود ورقية مغطاة جزئيا بالذهب ، وهى نفس النتيجة التى تحققت فى النظام الفرنسى . وعلى الرغم من أن قاعدة الذهب تقوم على التكافؤ بين النقود الورقية وقيمتها الذهبية من الناحية النظرية ، فإن التطبيق العملى أثبت أن هناك دائما جزء من النقود الورقية وكل النقود الائتمانية غير مغطى بالذهب ، كما أن قبول الأفراد لهذه النقود والثقة فيها تابعا من

---

(١) وجدير بالذكر أن النقود الورقية نمت وتطورت من خلال تطور النظام النقدى الفرنسى، كما أن النقود الائتمانية نمت وتطورت من خلال النظام النقدى والانجليزى . وإن كان هذا لم يمنع استخدام النوعين معا داخل كل نظام من النظامين السابقين .

الاعتقاد بأنها مضمونة ومغطاة بالذهب .

ومن خلال العلاقة الثالثة نتبين مدى كفاءة القاعدة النقدية في المحافظة على القوة الشرائية للنقود . فهذه هي الوظيفة الأساسية من اختيار قاعدة معينة للنقد . وأول ما يلاحظ في هذا الشأن أن استقرار الأسعار لم يكن دائما حقيقة مطلقة في الفترة التي طبقت فيها هذه القاعدة. وبالفعل فقد عرفت تلك الفترة تقلبات في الأسعار ، تقلبات دورية من نموذج جاجلر [(١)] ، والتي تجد تبريرها في القيود التي وضعتها قاعدة الذهب على منح الائتمان ، وإمكانية الخروج عن هذه القيود . وهناك أيضا تقلبات هيكلية أو طويلة الأمد ترجع إلى زيادة إنتاج الذهب بعد اكتشاف مناجم كاليفورنيا واستراليا وجنوب افريقيا . ومن الطبيعي أن يؤدي ذلك إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود وحدوث ارتفاع في الأسعار. وعلى أية حال فإن لا قاعدة الذهب ولا أية قاعدة نقدية أخرى بإمكانها أن تحقق ثباتا في الأسعار . غاية الأمر أنه يمكن القول أن تقلبات الأسعار في ظل قاعدة الذهب كانت أقل نسبيا بالمقارنة بالفترة التاريخية السابقة . والملاحظة الجديرة بالاهتمام هي أن استقرار الأسعار قد لازم بصفة أساسية المواد الأولية التي تنتجها المستعمرات والبلاد المتخلفة دون المواد المصنعة التي تنتجها انجلترا وأوروبا الغربية ، الأمر الذي أدى إلى تثبيت ثروة البلدان الأولى ، وفي نفس الوقت زيادة ثروة البلاد الصناعية الرأسمالية ، وبذلك يزيد الفائض والتراكم الرأسمالي لصالح الثانية وعلى حساب الأولى .

وفي نطاق العلاقة الرابعة قامت قاعدة النقد الذهبية بدور هام

---

(١) وهو اقتصادي فرنسي اكتشف هذا النوع من الدورات الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد الرأسمالي . ويرى أنصار قاعدة الذهب أن الأخذ بها يؤدي إلى تلطيف حدة التقلبات الدورية التي تتناوب بين الرخاء والركود ، وذلك لأن تغيرات الذهب تباشر أثراً تثبيتيا effet stabilisateur نسبيا على الحركات الدورية للأسعار .

وفعال فى تحقيق الارتباط بين الاقتصاديات الوطنية المختلفة من خلال التجارة الدولية . وبصفة خاصة بين الاقتصاديات المتقدمة والبلدان المتخلفة. ولقد تمثل هذا الارتباط من خلال عدة مظاهر أساسية :

أولها : أن الذهب – وبصفة خاصة المسكوكات الذهبية – أصبح وسيط عالمى فى المبادلة . إذ يستخدم فى تسوية المدفوعات الخارجية الناشئة عن العجز أو الفائض فى ميزان المدفوعات .

ثانيها : أن الذهب – عند أنصار هذه القاعدة – قد أسهم فى تحقيق التوازن بين العلاقات الداخلية والعلاقات الخارجية . وبمعنى آخر هناك تلازماً كبيراً بين الاستقرار النقدى ونمو النشاط الاقتصادى الداخلى وبين المبادلات الدولية . وهذا التلازم هو نتيجة مباشرة لدور الذهب كنقد يستخدم فى تسوية المدفوعات الدولية من جهة ، وكسلعة تخضع للقواعد التلقائية للعرض والطلب من جهة أخرى . فالاختلال فى التوازن يلحقه دائما إعادة التوازن فى العلاقات التجارية الدولية ، بفعل العوامل الميكانيكية والتلقائية لقوى العرض والطلب . ولكن يشترط – كما رأينا – لانطباق تلك القواعد سيادة المنافسة الكاملة ، وتقرير حرية دخول وخروج الذهب ، وتواجد سوق عالمي وحيد للذهب . مجمل القول أن حرية الحركات الدولية للذهب فى ظل قاعدة الذهب يؤدى إلى تصحيح الاختلال الذى يلحق بالميزان التجارى لكل بلد ، كما يؤدى إلى توزيع الذهب بين البلاد المختلفة توزيعا متوازنا ، وإلى إيجاد نوع من التوازن بين مستويات الأسعار فى البلاد المختلفة [١] . وبالرغم من جاذبية هذا التحليل فمن المشكوك فيه أن تكون قاعدة الذهب قادرة على تحقيق

---

(١) وشرط ذلك فى رأى أنصار قاعدة الذهب ، أن تنقاد السلطات النقدية لما تمليه قاعدة الذهب من حرية تصديره واستيراده ، وألا تتخذ أية إجراءات تعرقل من تتابع الآثار التى ينجم عنها التوازن فى قاعدة الذهب الدولية ، انظر مؤلفنا الاقتصادى الدولى ، دار المعرفة الجامعية ، الاسكندرية ١٩٩٢ .

التوازن التلقائى بين النشاط الاقتصادى الداخلى والنشاط الخارجى . فالأخير لا يقتصر فقط على العلاقات التجارية وإنما يمتد ليشمل حركات رؤوس الأموال والتى تسعى دائما لتحقيق العائد الأقصى . ومن ثم فإن تحركاتها تتوقف على أسعار الفائدة أو الخصم السائدة فى الاقتصاديات الوطنية المختلفة . كذلك ففى ظل قاعدة الذهب ، توجد نقود أخرى تتداول بجانب نقود القاعدة النقدية . ومن أهم هذه النقود : النقود الورقية والنقود الائتمانية ، وهذه الأخيرة أيضا تتأثر ويتحدد حجمها بسعر الخصم أو الفائدة السائدة فى السوق النقدية . بالإضافة إلى ذلك فإن حجم الائتمان وبالتالى الاستثمار يتأثر بتغيرات سعر الخصم أى بتكلفة الاقتراض، وبين هذا وذاك مؤسسة الإصدار التى تسيطر على الذهب من جهة ، وتؤثر فى سعر الخصم وحجم الائتمان من خلال البنوك التجارية من جهة أخرى . وعندما تقرر مؤسسة الإصدار تحديد سعر معين لإعادة الخصم وبالتالى تحديد سعر الخصم فهى بين اعتبارين أساسيين : الأول اعتبار نقدى يعطى الأولوية للمحافظة على الرصيد المعدنى وبالتالى المحافظة على القوة الشرائية للنقود . والثانى اقتصادى ويعطى الأولوية لتنمية النشاط الاقتصادى الداخلى ولو على حساب التوازن الخارجى . ومن الملاحظ أن منطق قاعدة الذهب يرتكز على أهمية الاعتبارات النقدية وتوازن العلاقات الخارجية قبل الاعتبارات الداخلية . وبذلك استخدمت قاعدة الذهب لإفادة البلدان ذات الفائض فى ميزان المدفوعات والتى لديها تراكم رأسمالى ومقدرة على تصدير رؤوس الأموال . وأوعز إلى البلدان الأخرى باتباع سياسية تفضيل التوازن الحسابى لميزان المدفوعات على التوازن الحقيقى . وهكذا فاقت فاعلية قاعدة الذهب فى النطاق الدولى (تسهيل المبادلة وتحقيق التوازن) فاعليتها فى النطاق الداخلى (تنمية الاقتصاد والاستقرار النقدى) .

ثالثها : أن الذهب قد أدى إلى تثبيت أسعار الصرف بين عملات

الدول التى يتبع نظامها قاعدة الذهب . وإذا كان ثبات سعر الصرف قد ساهم فى نمو التجارة العالمية والاستثمار الدولى خلال القرن التاسع عشر، فإن زيادة معدلات المبادلة الدولية فى ظل أسعار صرف ثابتة ، قد أفاد كثيراً الدول الصناعية المتقدمة على حساب البلدان المتخلفة والمستعمرات . فثبات أسعار الصرف مع تقلب أسعار المواد الأولية وزيادة أسعار السلع المصنعة ، تقبل بزيادة الفائض المتحقق من التجارة العالمية لصالح البلدان الصناعية ، وبصفة خاصة انجلترا . وكان من الأفضل أن تتمتع البلاد المتخلفة بحرية تحديد وتغيير أسعار الصرف الخاصة بها تبعا لتغير أسعار موادها الأولية وحالة موازين المدفوعات بها. وبمعنى آخر كان عليها تفضيل مقتضيات الاستقرار الدخلى والنمو الاقتصادى على اعتبارات المحافظة على أسعار الصرف ، ومن الطبيعى أن ذلك يتعارض مع منطق قاعدة الذهب وميكانيكية تلك القاعدة .

والنتيجة الأساسية التى يمكن استخلاصها من دراسة النظام النقدى فى تلك الفترة التاريخية (بداية القرن التاسع عشر وحتى الحرب العالمية الأولى) ، أن تطبيق قاعدة الذهب ، فى صورتها الأولى ، قد ساهم فى نمو وتطوير الاقتصاديات الصناعية الرأسمالية [1] . لقد نجحت قاعدة الذهب نسبياً – فى النطاق الداخلى – فى المحافظة على القيمة الاقتصادية للنقود واستقرار الأسعار ، وهذا كفيل بزيادة المدخرات . كما أنها نجحت أيضا فى استنباط أدوات دفع جديدة تتمثل فى النقود الورقية والنقود الائتمانية لتعوض من عجز الموارد المعدنية عن متابعة احتياجات التمويل للنشاط الاقتصادى . وفى الوقت نفسه استطاعت أن تكسب الثقة لهذه النقود عن طريق ربطها نظريا بالذهب . وهذا من شأنه تحقيق مستوى مناسب من السيولة ، مما يؤدى إلى انتعاش الأسواق النقدية

---

(١) وتؤكد هذه النتيجة الاستقرائية الحقيقة الاقتصادية ، والتى بمقتضاها أن التنظيم الفعال لتداول النقود يعتبر عاملا جوهريا فى تحقيق النمو الاقتصادى بمعدلات سريعة ومتزايدة ، فالنمو الاقتصادى يعتمد على الادخار وتراكم رأس المال وتوافر أدوات التمويل .

والمالية. وفي النطاق الدولي ساعدت قاعدة الذهب على استقرار ونمو التجارة العالمية .

والحقيقة أن قاعدة الذهب في مضمونها النظرى والعملى ، أفادت كثيراً الاقتصاد الإنجليزى وحققت له الفاعلية في إدارة النقود في الداخل، والسيطرة والسيادة في النظام النقدى الدولى . والواقع أن سيطرة الذهب على النظام النقدى تعنى سيطرة النظام النقدى الإنجليزى . فالجنيه الاسترلينى أصبح مصدر ثقة الجميع ، إذ أنه يرتكز بدقة على الذهب . والأمر الخطير في هذا النظام ، أن الاحتياطى الذهبى لبنك انجلترا كان ضئيلا ، كما أن حجم النقود المصدرة فاق الاحتياطى الذهبى . ومع ذلك اعتبر الاسترلينى عملة محلية ودولية تستند إلى الذهب . وهكذا سادت انجلترا النظام النقدى الدولى على أساس حيلة قانونية ظهرت حقيقتها بوضوح عند حلول الأزمات . كذلك فقد تمكنت انجلترا من تأمين التمويل الداخلى للنشاط الاقتصادى ، كما سيطرت على نظام التمويل والائتمان الدولى(١) .

١-٢- قاعدة السبائك الذهبية (١٩٢٥ - ١٩٣١) :

وتعنى أن الأوراق النقدية لم تعد قابلة للتحويل إلى ذهب في شكل قطع عملة ذهبية وإنما فقط في شكل سبائك ذهبية لا تقل وزن السبيكة منها عن قدر معين يحدده القانون . ومقتضى هذا اختفاء المسكوكات الذهبية من التداول مع بقاء النقود مرتبطة بالذهب . ففي ظل نظام السبائك الذهبية توقف حرية السك إلا في صورة سبائك ، وبحد أدنى من

---

(١) وقد اعتمدت في ذلك على ثقة العالم في الاسترلينى المغطى بالذهب . فقاعدة الذهب - كانت في هذه الفترة - قاعدة للمدفوعات الاسترلينية . فالاسترلينى هو العملة الدولية التى تستخدم في تسوية المعاملات الدولية . ويرى البعض أن القوة الاقتصادية العالمية التى تمتعت بها انجلترا في تلك الفترة كانت تستند أساسا على نظامها النقدى المالى ، وعلى نقودها الدولية المرتبطة نظرياً بالذهب ، أكثر من اعتمادها على قدرات الجهاز الإنتاجى البريطانى. د. مصطفى رشدى ، المرجع السابق ، ص ١٠٩ .

وزن معين ، والذى روعى فى تحديده أن يكون كبيراً نسبياً بما لا يسمح بتداولها فى المعاملات الداخلية . وقد ظلت حرية تصدير واستيراد الذهب قائمة فى ظل هذا النظام النقدى . وبذلك تقتصر وظائف هذه القاعدة على وظيفتين : ضمان وغطاء للإصدار الورقى ، ووسيلة للمدفوعات الدولية[1].

فبمقتضى هذه القاعدة يفرق بين التداول الداخلى والتداول الخارجى للنقود . ففى نطاق الاقتصاد الوطنى تصدر وتستخدم نقود ورقية، كل واحدة منها تعادل وزن معين من الذهب . ويغطى هذا الإصدار بقدر قيمته الكلية أو بنسبة معينة منه فى شكل سبائك ذهبية . وتتمتع النقود الورقية بصفتى القانونية والنهائية ، فتقبل إجبارياً فى المعاملات ولا يجوز تحويلها إلى ذهب . ويستثنى من ذلك المعاملات الضخمة ، فيجوز للأفراد والمؤسسات التقدم إلى مؤسسة الإصدار طالبين تحويل النقود الورقية إلى ذهب ، فتمنحهم مؤسسة الإصدار بقدر قيمتها وعلى أساس سعر التعادل الرسمى سبائك ذهبية . وبهذا يقتصر تداول الذهب على المعاملات الضخمة والاستثنائية . وفى نطاق التداول الخارجى، تستخدم السبائك الذهبية فى تسوية المدفوعات الخارجية الناشئة عن العجز أو الفائض فى ميزان المدفوعات .

ولقد اتبعت الدول بعد انتهاء الحرب العالمية الأولى قاعدة الذهب فى صورة السبائك الذهبية ، فاتبعتها انجلترا فى عام ١٩٢٥ عندما عادت إلى قاعدة الذهب بعد وقف العمل بها أثناء الحرب العالمية الأولى[2] .

---

(١) فيقتصر التداول الداخلى على النقود الورقية المضمونة بالذهب ، ويستخدم الذهب بطريقة مباشرة (عن طريق العملات القابلة للتحويل إلى ذهب) فى المدفوعات الدولية .

(٢) ويعتبر ريكاردو هو مبتدع قاعدة السبائك الذهبية ، إذ اقترح فى أوائل القرن التاسع عشر هذا التنظيم الجديد لقاعدة الذهب وإن لم يجد رواجا فى العمل حتى القرن العشرين عندما أخذت به بعض الدول عند الرجوع لقاعدة الذهب . ذلك أنه وإن نص القانون الإنجليزى الصادر عام ١٨١٩ على الأخذ بهذه الطريقة بصورة مؤقتة فإنها لم تصادف=

كما اتبعتها فرنسا عند عودتها إلى قاعدة الذهب فى يونيو ١٩٢٨ . وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية المستفيد الأول من النظام الجديد ، حيث أن جزءاً كبيراً من الاحتياطيات الذهبية الأوروبية قد انتقل إليها لسداد قيمة المشتريات الأوروبية أثناء الحرب العالمية الأولى . وبعد أن كانت الولايات المتحدة تطبق نظام النسبة أو المعدل بين كمية الذهب الموجودة فى الغطاء النقدى وبين حجم الدولارات المصدرة (٤٠%) طبقت فى عام ١٩٢٤ نظام السبائك الذهبية ، والتزمت بقبول تحويل الدولار إلى ذهب على أساس سعر صرف ثابت هو ٣٥ دولاراً للأوقية تقريباً . ولقد استمر هذا النظام يعمل بتلقائية حتى عام ١٩٦٨، عام أزمة الدولار، حيث بدأت الولايات المتحدة فى وضع القيود حول تحويل الدولار إلى ذهب وانتهى بها الأمر إلى وقف تحويل الدولار إلى ذهب عام ١٩٧١.

أما السبب فى الأخذ بهذه القاعدة فمرجعه إلى التغيرات الكبيرة التى أوجدتها الحرب العالمية الأولى فى تنظيم الحياة الاقتصادية والسياسية لدول العالم . فقاعدة السبائك الذهبية تهدف فى الحقيقة إلى الاقتصاد والتوفير فى استخدام الذهب كأداة نقدية لتسوية المعاملات الاقتصادية فى داخل الدولة والاحتفاظ به لاستعماله فى الأغراض الصناعية وفى تسوية المدفوعات الخارجية فحسب . وقد عكس اتباع هذه القاعدة تغيراً فى النظرة إلى وظيفة الذهب ، كما عبر عن الخشية من عدم كفاية الاحتياطى الموجود منه لدى الدول للوفاء فى المستقبل بكل احتياجاتها منه ، فضلا عن أنه أدى إلى تركيز هذا الاحتياطى فى يد السلطات النقدية فى الدول أحكم سيطرتها على عرض الذهب ورقابتها

= تطبيقا عمليا حتى استؤنف الصرف بمسكوكات الذهب عام ١٨٢١ ، د. محمد زكى شافعى، المرجع السابق ، ص ١١٥ ، هامش (٢) ، د. لبيب شقير ، المرجع السابق، ص١٠٠.

على هذا العرض [١] . وقد حقق هذا النظام مجموعة من المزايا للدول الصناعية الغنية التى أخذت به حيث أعاد الثقة إلى العملات الوطنية عن طريق افتراض ارتباطها بالذهب .

١-٣- قاعدة الصرف الذهبى :

وهى آخر صور قاعدة الذهب وأقلها كمالاً ، إذ أنها تعنى اتباع قاعدة الذهب بطريقة غير مباشرة ذات طابع دولى وليس بطريقة مباشرة وذات طابع وطنى أو قومى بحت كما هو الحال فى الصورتين السابقتين. فهنا النقود الوطنية لا تكون قابلة للتحويل إلى مسكوكات أو حتى إلى سبائك ذهبية وإنما إلى نقود ورقية أجنبية تكون هى نفسها قابلة للتحويل إلى ذهب . ولما كانت قيمة العملة الوطنية ترتبط بالعملة الأجنبية القابلة للصرف ذهبا بعلاقة ثابتة ، فإنه تتحدد لتلك العملة علاقة ثابتة بالذهب أيضا . ولهذا تتمكن الدولة من البقاء على قاعدة الذهب وذلك دون حاجة إلى تكوين احتياطى من الذهب خاص بها ، غاية الأمر أن تحتفظ باحتياطى مناسب من النقد الأجنبى المختار ، وأن تقبل تحويل نقودها الورقية الوطنية إلى هذه النقود الورقية الأجنبية على أساس سعر الصرف المحدد بينهما .

وغنى عن البيان أنه لا يمكن اتباع هذا النظام إلا إذا كان الغطاء النقدى للدولة التى تأخذ به يتكون كليا أو جزئيا من العملة الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب . ويقتصر دور الذهب على أساس أنه المعيار الأخير للقيم النقدية ، سواء بالنسبة للتداول الداخلى أو بالنسبة للتداول الخارجى [٢]، من خلال العملات الأجنبية المضمونة بالذهب ، والتى تمثل

---

(١) د. احمد جامع ، المرجع السابق ، ص ٤٢ .

(٢) وهنا يكمن الفرق بين نظام السبائك الذهبية وبين قاعدة الحوالات الذهبية . ففى الأول يتداول الذهب فى التعامل الخارجى ، أما فى الثانى فلا يتم أى تعامل بالذهب لا فى الداخل ولا فى الخارج وإنما تتم التسوية فقط على أساسه بالنسبة للخارج .

القاعدة النقدية الأساسية لهذه الدول . وعادة ما تحتفظ الدولة التى تتبع هذا النظام باحتياطيها من النقد الأجنبى القابل للتحويل الذى تمتلكه فى دولة هذا النقد نفسها .

وليس هذا النظام بالحديث العهد فى التاريخ النقدى . فقد طبق بين الدنمارك والنرويج والسويد بمقتضى اتفاق عقد بين بنوكها المركزية عام ١٨٨٥ . كذلك اتبعت هذه القاعدة روسيا القيصيرية فى عام ١٨٩٢ وربطت عملتها بالمارك الألمانى ، وبالمثل فعلت دولة النمسا والمجر فى نفس العام . وفى عام ١٨٩٣ ربطت الهند عملتها بالجنيه الاسترلينى ، كما ربطت الفيليبين عملتها بالدولار الأمريكى عام ١٩٠٣ . غير أن انتشار هذا النظام لم يتم إلا على أثر توصيات مؤتمر جنوا ، المنعقد فى عام ١٩٢٢ ، والذى رأى فى اتباع قاعدة الصرف الذهبى خير وسيلة لإصلاح النظام النقدى الدولى [١] . فقد أقبلت كثير من الدول الضعيفة اقتصاديا الواحدة بعد الأخرى على الأخذ بهذه القاعدة واتخاذ الجنيه الاسترلينى أو الدولار الأمريكى نقداً أجنبيا احتياطيا بدلا من الذهب نفسه. وفى الحقيقة قد كانت هاتان العملتان أقوى العملات على الإطلاق، وذلك بسبب ما تجمع لدى انجلترا والولايات المتحدة من ذهب آت من باقى دول العالم ، ولسبب المركز الدائن لباقى الدول التى تمتعت به هاتان الدولتان .

وعلى الرغم مما تحققه قاعدة الصرف الذهبى للدولة التى تتبعها من مزايا فإنها تتضمن فى الوقت نفسه العديد من الآثار والنتائج السلبية. فبداءة أدى هذا النظام إلى تثبيت وتقوية التبعية الاقتصادية والنقدية للبلاد الفقيرة والمستعمرات تجاه البلاد المتبوعة والمسيطرة ، وبصفة خاصة

---

(١) فبعد الحرب العالمية الأولى ، عجزت الدول عن العودة إلى قاعدة الذهب – سواء فى صورة المسكوكات أو حتى السبائك الذهبية – بسبب استنزاف النفقات الحربية الجزء الأكبر من احتياطيها من الذهب .

الولايات المتحدة وانجلترا . وثانيا، أدى هذا النظام إلى استنفاذ الموارد المعدنية الذهبية للمستعمرات حيث كانت هذه الموارد تودع فى خزائن البلد المتبوع مقابل تلقى العملة الورقية لهذه الأخيرة . كما أن جزءاً كبيراً من رؤوس الأموال التى تكونت أثناء الحرب فى البلاد الفقيرة والمستعمرات انتقلت من الدول التابعة إلى الدولة المتبوعة . يضاف إلى ذلك إسهام تلك القاعدة بدور فعال فى استهلاك الكثير من الديون المستحقة على البلاد المتبوعة لصالح المستعمرات والتى كان من المفروض أن تسدد بالذهب ، غير أن استبدال الذهب بعملة البلد المتبوع، ثم خضوع هذه الأخيرة لعدة تخفيضات فى القيمة أدى إلى إنقاص حجم هذه الديون . وثالثا ، أدى هذا النظام إلى تصدير التضخم من جانب الولايات المتحدة وانجلترا إلى بقية أنحاء العالم . فغطاء الإصدار الذهبى فى انجلترا والولايات المتحدة يغطى نوعين من النقود المصدرة ، فهو يغطى مباشرة النقود الورقية داخل الحدود الوطنية ، ويغطى الحوالات الذهبية . ويترتب على ذلك أن زيادة حجم النقود الإنجليزية والأمريكية، قد يؤدى إلى زيادة حجم النقود المصدرة فى البلاد الأخرى فى حالة تسرب جزء منها إلى هذه البلاد ، وغالباً ما يتحقق هذا الاحتمال من خلال التجارة الدولية وحركات رؤوس الأموال . وأخيراً تتضمن هذه القاعدة خطراً جسيما يتمثل فى احتمال مواجهة دولة النقد الأجنبى المختار نفسها لصعوبات نقدية تؤثر فى عملتها أو تجبرها على الخروج على قاعدة الذهب . وهذا ما حدث بالفعل خلال فترة الانهيار النقدى العالمى فى الأعوام ١٩٣١ - ١٩٣٣ . فبعد أن أوقفت انجلترا تحويل الجنيه الاسترلينى إلى ذهب فى ٢٠ سبتمبر ١٩٣١ ، وتلتها الولايات المتحدة فى ١٩ أبريل ١٩٣٣ ، قضى على قاعدة الصرف الذهبى وقضى معها على قاعدة الذهب نفسها .

٢- نظام المعدنين :

وهذا النظام عبارة عن قاعدة نقدية مزدوجة تـرتبط بمقتـضاها قيمة النقود بعلاقة ثابتة مع قيمة الذهب والفضة فى نفس الوقت . ويتحقق هذا الارتباط بتوافر ثلاثة شروط :

الأول : أن يتم تحديد الوزن المعدنى الذى تساويه وحدة النقد فى كل من المعدنين على التوالى بما يترتب على ذلك من إنشاء علاقة ثابتة بين قيمة الذهب والفضة .

الثانى : أن تتمتع المسكوكات المصنوعة من كل من المعـدنين بقوة إبراء غير محدودة .

الثالث : أن تكون هناك حرية للأفراد فى تحويل سبائك أى مـن المعدنين إلى مسكوكات وبالعكس طبقا للنسبة القانونية التى تقررت بـين أوزان كل منهما .

وحجة المدافعين عن نظام المعدنين تتمثل فى اعتبارين أساسيين:

الأول : أن التغيرات التى يمكن أن تحدث فى كمية أحد المعدنين كافية لأن تعوض أو توازن بالتغيرات المعاكسة فى كمية المعدن الآخر . وهذا وحده كفيل بتحقيق الاستقرار فى العرض الكلى للنقود .

الثانى : أن هذا النظام يتفق مع العادات السائدة بين الأفراد فـى المعاملات، فاستخدام معدناً واحـداً لا يمكنـه الوفـاء تمامـاً بحاجـة المعاملات(١).

ولكن هذه المميزات تصطدم بقانون جريشام . إذ يحدث غالبا أن يختفى أحد أشكال النقود (النقود الجيدة أو المقومـة بأقـل مـن قيمتهـا

---

(١) فلو كان المعدن المختار كبير القيمة نسبيا كالذهب فإن الوحدات النقدية المصنوعة منـه ستكون خفيفة للغاية بالنسبة إلى المعاملات ضئيلة القيمة ، ولو كان معدنا قليل القيمة نسبيا كالفضة فإن الوحدات النقدية المصنوعة منه ستكون قليلة جداً بالنسبة إلى المعاملات كبيرة القيمة.

السوقية) لصالح الشكل الآخر (النقود الرديئة أو المقومة بأكثر من قيمتها السوقية) .

وقد صادفت الدول التى أقامت نظمها النقدية استنادا إلى قاعدة المعدنين صعوبات عديدة تسببت فى إنهاء الجدل الذى ثار فى أواخر القرن الماضى وأوائل القرن الحالى حول المقارنة بين فائدة كل من القاعدتين المعدنيتين وذلك لصالح قاعدة المعدن الواحد ، وكان هذا المعدن هو الذهب وليس الفضة . أما أهم هذه الصعوبات فهى تلك المتعلقة بالعلاقة بين المعدل القانونى الذى يحدده المشرع بين المعدنين من جهة والمعدل التجارى بين المعدنين الذى يتحدد فى السوق من جهة أخرى(١) . ويقصد بهذا المعدل الأخير العلاقة بين قيمة وزن معين من الذهب وقيمة هذا الوزن نفسه من الفضة كما تظهر فى المعاملات التجارية المتعلقة بهذين المعدنين فى السوق وكما يعبر عنها معدل تبادل المعدنين فى السوق . ويترتب على اختلاف معدلى التبادل ظهور ما يسمى بالنقود الجيدة والنقود الرديئة وتكون الوحدات النقدية المصنوعة من أحد المعدنين نقودا جيدة والوحدات النقدية نفسها المصنوعة من المعدن الآخر نقوداً رديئة (٢) . ويترتب على مثل هذا الوضع أن يكون من مصلحة المشترى أن يدفع نقوداً رديئة وبهذا تختفى النقود الجيدة من التداول . ويرجع السبب فى هذا إلى أن استبقاء النقود الجيدة لدى الشخص يمكنه من تحقيق فائدة ظاهرة تتمثل فى استخدام تلك النقود

---

(١) ويكون ذلك نتيجة لتغير ظروف العرض والطلب بالنسبة إلى كل من الذهب والفضة سواء تعلق هذا التغير بوجوه استعمالها فى أغراض أخرى غير الغرض النقدى أو تعلق ، وهذا هو المهم ، باكتشاف مناجم جديدة لأى من المعدنين .

(٢) والنقود الجيدة أو القوية هى التى تكون قيمتها التجارية ، أى قيمة ما بها من معدن فى السوق، أكبر من قيمتها القانونية ، أى التى يكون معدل تبادلها التجارى بالنقود الأخرى أكبر من معدل تبادلها القانونى بها . وقد تكون رداءة النقود نتيجة لعوامل طبيعية أو نتيجة لعوامل مصطنعة كإصدار كميات من النقود أكثر مما تقتضيه الحاجة .

كسلعة تجارية عادية دون استخدامها فى المعاملات كوسيط فى المبادلات. أيضا قد يحتفظ الشخص بالعملات الجيدة لاستخدامها فى تسوية مدفوعاته الخارجية ، ذلك أن العالم الخارجي لا يهمه سوى المعدل التجارى السائد فى السوق العالمية للمعادن النفيسة دون المعدل القانونى المقرر فى الدولة . وأخيراً قد يحتفظ الشخص بالنقود الجيدة لديه، أى يكتنزها ، مفضلا الاحتفاظ بالقيم التى يملكها فى شكلها هى وحدها.

ويمكن معالجة هذا الوضع بأن يتدخل المشرع بتغيير المعدل القانونى بين المعدنين بحيث يتناسب مع المعدل التجارى . غير أن متابعة المشرع للتغيرات المتواصلة التى تحدث فى الأسعار التجارية للمعادن النفيسة فى السوق وتغيير المعدل القانونى وفقا لها باستمرار من شأنه زعزعة النظام النقدى وإدخال عنصر اضطراب دائم فى الحياة الاقتصادية للمجتمع سواء داخل الدولة أو فى مجال العلاقات الاقتصادية الدولية، وهو ما لا ترغب فيه أية دولة (١) .

والواقع أن التاريخ النقدى لم يسفر عن أية نجاح يعتد به لنظام المعدنين. إذ تمخض العمل بهذا النظام عن سريان قاعدة الذهب بالفعل حينا، وقاعدة الفضة بالفعل حينا آخر ، دون أن يتداول المعدنان جنبا إلى جنب إلا فى الأوقات المتباعدة التى تطابقت فيها بحكم المصادفة النسبتان القانونية والتجارية العالمية لقيمة الذهب إلى الفضة (٢) .

---

(١) فى نظام المعدنين، انظر الأستاذ الدكتور أحمد جامع، المرجع السابق، ص٣٠-ص٣٧.

(٢) فحين اكتشفت مناجم الذهب فى كاليفورنيا واستراليا عام ١٨٤٧ ترتب على ذلك أن أصبح الذهب نقودا رديئة منذ عام ١٨٥٠ ، واختفت النقود الفضية من التداول . وبعد عام ١٨٧١ زاد إنتاج الفضة زيادة كبيرة بعد اكتشاف مناجم نيفادا وانقلبت الحال تماما وأصبح الذهب هو النقود الجيدة التى تطردها النقود الفضية الرديئة من التداول .

المبحث الثالث

نظام النقد الورقى الإلزامى
(القاعدة الائتمانية للنقد)

أصبح النظام النقدى فى كافة الاقتصاديات الحديثة مؤسسا على النقود الورقية ، فهذه الأخيرة تتمتع بصفتى القانونية والنهائية ، تساعدها وتكملها فى وظائفها وفى حجمها النقود الائتمانية . وهما معاً يكونان الرصيد النقدى ، أى مجموعة أدوات الدفع المتاحة لاقتصاد معين فى فترة زمنية معينة ، وإذا كانت النقود الورقية القانونية ونقود الودائع تسيطران على التداول النقدى فى الاقتصاد المعاصر ، فإن هذا يعطى المؤسسات التى تصدرها أهمية وفاعلية فى تحديد أبعاد سياسة التمويل فى الاقتصاد الوطنى (١) . وفى ظل قاعدة النقد الورقية ، انفصلت القيمة الاقتصادية للنقود عن أى قيمة اقتصادية لأية سلعة مادية معينة وبصفة خاصة الذهب . كما أن قاعدة النقد الورقية لا تتجسد فى مظهر مادى معين، وإنما هى تتمثل فى مجموعة الشروط والقيود التنظيمية التى تضعها الدولة لإصدار النقود الورقية القانونية . وهذه الشروط والقيود

---

(١) فالبنوك المركزية عندما تصدر النقود الورقية تراعى السياسة الاقتصادية التى تتبعها السلطات العامة . كما أن البنوك التجارية ، ولو أنها مشروعات رأسمالية تسعى لتحقيق أقصى ربح ، عندما تحدد حجم الائتمان يجب عليها أن تقدر ظروف النشاط الاقتصادى .

وفيما يتعلق بمدى حرية البنك فى إصدار أوراق البنكنوت فقد ظهر فى القرن التاسع عشر اتجاهان ، الاتجاه الأول ويطلق عليه مدرسة التداول . وقد تزعم ريكاردو هذا الاتجاه وهو يعارض فى الطبيعة النقدية للسندات التى يصدرها البنك . وقد أثر هذا المذهب فى القانون الانجليزى الذى اشترط الغطاء الكامل فيما عدا حجم محدود سمح بإصداره دون غطاء (قانون بيل ١٨٤٤) . أما الاتجاه الثانى ويطلق عليه اسم مدرسة البنوك ، وقد تزعمه ثورنتون Thornton ثم توك Tooke فقد أدرك الطبيعة النقدية لأوراق البنكنوت . وقد ذهب هذا الاتجاه إلى الاعتراف بالطبيعة النقدية المستقلة لأوراق البنكنوت فهى ليست مجرد ممثل عن المعدن النفيس ولكنها نقود كاملة . انظر ، د. حازم الببلاوى ، المرجع السابق ، ص١٠١- ص ١٠٦ .

ترتب التزامات على الاقتصاد وحقوقا لحائزى النقود . وهى تنشأ بمناسبة مجموعة من العمليات الاقتصادية المعينة : نشاط الدولة ، نشاط الاقتصاد، أو نشاط خارجى . وعلى أية حال فإن السلطات العامة تحدد مكونات غطاء الإصدار ، ونسب هذه المكونات تبعاً للسياسة الاقتصادية التى تتبعها ، والأهداف التى تبتغيها : وغالباً ما يتبلور ذلك فى ثلاثة خطوط رئيسية : تحقيق الاستقرار النقدى ، أو تحقيق التشغيل الكامل ، أو التمويل التضخمى .

وتختلف قاعدة النقد الورقية عن القواعد المعدنية من عدة أوجه[1]:

أولا : وقف قابلية صرف أوراق البنكنوت بالمعدن الرئيسى ، مما يؤكد صفتها النقدية الذاتية بصورة نهائية . وتختلف هذه القاعدة بصفة خاصة عن قاعدة الأوراق الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب ، ذلك أنه فى ظل هذه الأخيرة ، يكون بنك الإصدار ملزما قانونا بتحويل أوراق البنكنوت ، على أساس سعر صرف ثابت ، بأوراق أجنبية قابلة للتحويل فى بلدها الأصلى فى الخارج إلى ذهب ، مما يربط أوراق البنكنوت بالذهب بطريقة غير مباشرة ، ولا يقوم مثل هذا الالتزام على عاتق بنك الإصدار فى ظل قاعدة الأوراق الإلزامية .

ثانيا : تنفصل قيمة وحدة النقد ، فى ظل هذه القاعدة ، عن القيمة الاقتصادية لأى سلعة مادية ، مما يجعل قيمة وحدة النقد عرضة لتقلبات قد تكون عنيفة ، طبقا لتغيرات الكمية المصدرة من أوراق البنكنوت وطبقا للعلاقة بين هذه الكمية والظروف الاقتصادية السائدة داخل الدولة. ولقد كان هذا الارتباط فى حد ذاته غير منطقى ، نظرا لأن النقود تستخدم فى الحصول على جميع السلع ، ومن ثم يجب أن ترتبط قيمتها بالقيم الاقتصادية للسلع ككل . فقيمة النقود الحقيقية هى فى قوتها

---

(١) د. محمد لبيب شقير ، المرجع السابق ، ص ١١٧ – ص ١٢٠ .

الشرائية، أى فى قدرتها على التحول إلى سلع وخدمات . ولأجل المحافظة على هذه القوة الشرائية من خلال الزمن ، فمن الضرورى أن يرتبط حجمها بحجم التغيرات الاقتصادية الحقيقية التى تخدمها ، أى يجب أن ترتبط بحاجة المعاملات . وبذلك تصبح النقود أداة الدفع فى اللحظة الحالية، وتمثيل للثروة الحقيقية فى اللحظات المستقبلة .

ثالثا : لا تقتضى طبيعة هذه القاعدة الاحتفاظ بأى كمية من الذهب لدى بنك الإصدار فى صورة رصيد للإصدار النقدى الورقى . وذلك بسبب وقف قابلية صرف الأوراق بالذهب ، غير أن الدول المختلفة، بعد أن أخذت بهذه القاعدة النقدية ، لم تطبق ما تقتضيه طبيعتها الحقيقة فى هذا الصدد ، فما زالت تشترط الاحتفاظ بكميات من الرصيد الذهبى(١) .

رابعا : على خلاف قاعدة الذهب لا يتحقق ثبات سعر الصرف فى ظل قاعدة الأوراق الإلزامية . الأمر الذى يترتب عليه عدم وجود حدود معلومة لتقلبات سعر الصرف بين العملات المختلفة (٢) . والأمر الذى لاشك فيه أن سعر الصرف قد يتقلب تقلبات عنيفة جداً فى ظل قاعدة الأوراق الإلزامية ، كما تدلنا على ذلك التجارب النقدية منذ نهاية الحرب العالمية حتى الآن . ولاشك كذلك فى أن مثل هذه التقلبات قد تباشر أسوأ الآثار على الاقتصاد الوطنى . وقد تضطر الحكومات ، لمنع مثل هذه الآثار ، إلى التدخل فى سوق الصرف ، بطريقة أو بأخرى ، لكى تمنع هذه التقلبات أو لكى تخفف من حدتها . وهذا يفسر انتشار

---

(١) وهناك العديد من الأسباب العملية المختلفة التى دفعت الدول إلى ذلك . فى هذه الأسباب انظر د. محمد لبيب شقير ، ص ٤٣ وما بعدها .

(٢) وقد تصدى الاقتصاديون لبحث كيفية تحديد سعر الصرف فى ظل قاعدة الأوراق الإلزامية وأتوا بالعديد من التفسيرات . فى هذا الموضوع انظر مؤلفنا ، الاقتصاد الدولى، المرجع السابق ، والمراجع المشار إليها فيه .

صور الرقابة على الصرف فى مختلف البلاد منذ أزمة سنة ١٩٢١

خامسا : وكما فرض منطق القاعدة السلعية للنقد سلبية السلطات النقدية، يفرض منطق قاعدة النقد الورقى العكس وتسترد السلطات النقدية حريتها فى إدارة أو سياسة النقود والائتمان بما ينظر معه فى المعتاد إلى تحقيق أسباب الاستقرار الداخلى . ولذلك لابد من تدخل السلطات النقدية لوضع الأسس الخاصة بتنظيم وإدارة النقود . ومن هنا يطلق على قاعدة الأوراق النقدية الإلزامية اصطلاح "القاعدة المدارة " .

سادسا : الفصل بين النظامين النقدى الداخلى والمدفوعات الدولية فى ظل نظام النقد الورقى الإلزامية ، فإذا كانت المعاملات الداخلية فى ظل هذه القاعدة النقدية تسوى بنقود ورقية قانونية غير مرتبطة بالذهب أو بعملات أجنبية دولية ، فمؤدى هذا اصطباغ العملة الداخلية بصبغة محلية ، وانفصال النظام النقدى الداخلى عن المدفوعات الدولية (١) . وقد كان لابد من إيجاد تنظيم دولى لتسوية المعاملات الدولية يرتبط بالنظام الداخلى بصورة ما . وليس هنا مجال التعرض لهذا التنظيم ، غير أنه تجدر الإشارة إلى أنه من الناحية العملية فقد التزمت معظم دول العالم باتفاقية بريتون وودز والتى أسس بمقتضاها نظام مدفوعات دولى جديد لعب فيها الدولار الأمريكى دوراً رئيسياً (٢) .

---

(١) د. مصطفى رشدى ، المرجع السابق ، ص ٨٣

(٢) انظر مؤلفنا ، الاقتصاد الدولى ، ص ١٨٦ وما بعدها

المبحث الرابع

النظام النقدى الدولى

يقصد بالنظام النقدى الدولى مجموعة القواعد والادوات والمؤسسات المتعلقة بتسوية المدفوعات الدولية . هذا ويمكن تصنيف النظام النقدى الدولى إما وفقا لاسلوب تحديد اسعار الصرف ، واما وفقا للشكل الذى تتخذه الاحتياطات الدولية .

وفقا للتصنيف المتعلق باسعار الصرف نجدنا بصدد نظام سعر الصرف الثابت مع وجود هامش ضيق من التقلبات تدور حول السعر الاسمى ، أو نظام سعر الصرف الثابت مع هامش عريض من التقلبات، أو نظام التثبيت القابل للتعديل ، أو نظام التثبيت الزاحف ، أو نظام سعر الصرف العائم المدار ، أو نظام سعر الصرف العائم الحر .

ووفقا للتصنيف المتعلق بطبيعة الاحتياطات الدولية نجدنا بصدد النظام القائم على قاعدة الذهب حيث يكون الذهب هو الاصل الوحيد للاحتياطات الدولية ، أو النظام الائتمانى المحض (مثل قاعدة الصرف بالدولار فقط دونما اية علاقة تربط بالذهب) ، أو النظام القائم على قاعدة الصرف بالذهب ، الذى يعد خليطا من النظامين الاول والثانى .

والتصنيفات السابقة يمكن الجمع فيما بينها بأشكال مختلفة . فرغم أن قاعدة الذهب - مثلا - تمثل نظاما لسعر الصرف الثابت ، إلا انه يمكن وجود نظام لسعر الصرف الثابت دون أى وجود للذهب إذا ما قام على احتياطات دولية مكونة من عملات وطنية مثل الدولار الامريكى ، والذى انفصمت علاقته بالذهب تماما . كذلك قد يكون هناك نظام لسعر الصرف يقوم على التثبيت القابل للتعديل أو على التعويم المدار وتتكون احتياطاته الدولية من ذهب وعملات اجنبية أو من عملات اجنبية بمفردها

وتتحدد كفاءة النظام النقدى الدولى بمدى قدرته على تنظيم تدفق التجارة والاستثمارات الدولية وعلى التوزيع العادل لمكاسب تلك التجارة والاستثمارات بين دول العالم المختلفة . هذا ويمكن تقييم النظام النقدى الدولى وفقا لقدرته على تحقيق عملية التصحيح وتوفير السيولة وبث الثقة [1] .

ويقصد بالتصحيح عملية تصحيح اختلال ميزان المدفوعات ، فكفاءة النظام النقدى الدولى ترتبط بقدرته على التقليل إلى اقل حد ممكن من الوقت اللازم لعملية التصحيح . ويقصد بالسيولة كمية الاحتياطات الدولية المتاحة لتسوية الاختلال المؤقت لميزان المدفوعات . وهنا ترتبط كفاءة النظام النقدى الدولى بمدى قدرته على توفير الاحتياطات الدولية بالقدر اللازم لقيام الدول بتسوية العجز فى موازين مدفوعاتها دون احداث آثار انكماشية فى اقتصاد تلك الدول ، ودون احداث آثار تضخمية على المستوى العالمى ككل .

اما الثقة فيقصد بها الاطمئنان إلى أن آليات التصحيح تعمل بكفاءة ، والى أن الاحتياطات الدولية ستحتفظ بقيمتها النسبية أو المطلقة.

المطلب الاول

النظم المختلفة لاسعار الصرف

تتفاوت النظم المختلفة لاسعار الصرف بين التثبيت المطلق لسعر العملة تجاه العملات الاخرى ، وبين التعويم المطلق لسعر العملة وفقا لظروف السوق وقوى العرض والطلب على هذه العملة مقابل العملات الاخرى .

---

(1) Dominick Salvatore, International Economics, Fifth edition, Prentice Hall International, N.J., 1995, p. 686.

أولا : النظم القائمة على تثبيت سعر الصرف Systems of Fixed Exchange Rates

فى ظل النظم القائمة على تثبيت سعر الصرف تلتزم الدول بتحديد سعر صرف معين لعملتها . وتعتبر قاعدة الذهب وقاعدة الصرف بالذهب أهم نظم سعر الصرف الثابت التى عرفها العالم فى التاريخ الحديث والتى سنتعرض لها لاحقا بشىء من التفصيل عند تعرضنا لتطور النظام النقدى الدولى .

ثانيا : النظام القائمة على مرونة سعر الصرف Flexible Exchange Rates

فى الانظمة القائمة على مرونة سعر الصرف تتغير اسعار الصرف بحرية وفقا لقوى العرض والطلب على احدى العملات فى مواجهة العملة (أو العملات) الاخرى .

ولكن حتى فى النظام النقدى الدولى الحالى القائم على اسعار الصرف المرنة (العائمة) ، لم تستطع الحكومات أن تقاوم اغراء التدخل بشكل فعال فى اسواق الصرف الاجنبى بغرض تنفيذ سياسة معينة وتحقيق اهدافها . ومن ثم نجد انفسنا بصدد انظمة تقع فى منطقة وسط بين اسعار الصرف المثبتة واسعار الصرف المرنة .

ثالثا : نظام التعويم المدار Managed Float

يفضل الكثير من الدول اتباع نظام التعويم المدار بهدف الحفاظ على اطار معقول لتغيرات سعر الصرف ، ويتم تصميمه لتفادى التقلبات الحادة فى اسعار الصرف . فبدلا من مقاومة قوى السوق السائدة تتدخل السلطات من وقت لاخر بشراء أو بيع العملة المحلية بهدف تيسير عملية الانتقال من سعر معين للصرف إلى سعر آخر.ولكن فى احيان اخرى قد

تتدخل السلطات لتعدل أو تخفف من آثار قوى التصحيح الذاتى السوقية الدورية والموسمية . والهدف من وراء التعويم المدار هو تحسين وتهيئة المناخ المالى والاقتصادى بالتخفيف من ظروف عدم اليقين . ولكن تبقى المشكلة بتحديد المقصود بـ"التقلبات الحادة" . كذلك يثور بشدة التساؤل حول ما إذا كانت الحكومات اكثر كفاءة من محترفى السوق فى التمييز بين ما هو جوهرى وبين ما هو وقتى وقابل للتصحيح الذاتى (١) .

رابعا : التثبيت الزاحف Crawling Peg

نظام التثبيت الزاحف هو نظام للمراجعة التلقائية لاسعار الصرف ، يقوم على تحديد قيمة اسمية Par Value لسعر الصرف يمكن لسعر الصرف أن يتغير حولها فى حدود نسبة معينة (مثلا ٢% أو ٥%) . هذا وتتم مراجعة هذه القيمة الاسمية بشكل منتظم وفقا لصيغة معينة تحددها السلطات النقدية . وبمجرد تحديد القيمة الاسمية يقوم البنك المركزى بالتدخل إذا ما وصلت القيمة السوقية لسعر الصرف للحد المقرر Limit Point. فاذا ما كانت القيمة الاسمية لسعر صرف الجنيه المصرى هى ٣٤٠ قرشا مقابل واحد دولار امريكى ، ويسمح بتغييرها فى حدود ٥% ارتفاعا أو انخفاضا ، أى بالتغير بين ٣٥٧ قرشا و٣٢٣ قرشا . فاذا ما اقترب السعر من ٣٥٧ قرشا يتدخل البنك المركزى لشراء الجنيه المصرى وبيع الدولار ، وبالعكس إذا ما اقترب السعر من ٣٢٣ قرشا يتدخل البنك المركزى لشراء الدولار وبيع الجنيه المصرى. فاذا ما وجد أن السعر يحوم باستمرار حول ٣٥٧ قرشا ويستلزم تدخلات متوالية من قبل البنك المركزى ، فانه يتم تحديد سعر اسمى جديد قريب من هذا الحد

---

(١) انظر :

Ephriam Clark, Michel Levasscur and Patrick Rousseau, International Finance, CHAPMAN & HALL, N. Y. 1995 pp. 101.

(وليكن ٣٦٠ قرشا مثلا) ويسمح بكغير سعر السوق بين ٣٧٨ قرشا كحد اعلى و ٣٤٢ قرشا كحد ادنى [(١)] .

خامسا : اسعار الصرف الثابتة مع اتساع نطاق التغير المسموح به

قد يتم تحديد سعر الصرف مع السماح بمدى واسع للتغير ارتفاعا وانخفاضا . ويؤدى ذلك بالطبع إلى التقليل من احتمالات التدخل الحكومى والى الحد من المضاربة والى السماح لاسعار الصرف بأن تتولى بنفسها عمليات التصحيح الضرورية . وعلى سبيل المثال ، عندما انهارت قاعدة الصرف بالذهب وفقا لنظام بريتون وودز في اغسطس ١٩٧١ حدد اعضاء صندوق النقد الدولى مجموعة جديدة من اسعار التبادل والشروط اللازمة للابقاء عليها عند مستوياتها المحددة وذلك وفقا لاتفاقية اللازمة للابقاء عليها عند مستوياتها المحددة وذلك وفقا لاتفاقية "سميسونيان" في ديسمبر ١٩٧١ ، حيث سمح للعملات يالتقلب فى حدود ٢,٥٢% فوق أو تحت سعر التبادل بدلا من حد الـ ١% الذى كان مقرراً من قبل . ولكن ابتداء من منتصف مارس ١٩٧٣ تم التخلى عن اتفاقية "سميسونيان" وسمح للعملات الرئيسية بحرية التعويم فى علاقتها بالدولار الامريكى .

سادسا : أسعار الصرف الثابتة مع فرض القيود

تحاول العديد من الدول تحقيق الاستقرار في اسعار صرف عملاتها من خلال فرض قيود على الصرف الاجنبى . والواقع أن فرض القيود على الصرف الاجنبى تؤدى إلى ابطال مفعول الوظيفة التوزيعية لسوق الصرف الاجنبى . ومن الامثلة الشائعة لتلك القيود قيام الدولة بفرض قيود على الواردات أو منع المقيمين من فتح حسابات مصرفية

---

(١) نفس المصدر السابق .

بالعملة الاجنبية . ويعنى ذلك بالطبع تسليم حصيلة الدولة من النقد الاجنبى إلى السلطات النقدية بالدولة ، التى تحتكر بدورها سلطة توزيع هذه الحصيلة بين الاستخدامات المختلفة ، والتى تقوم بتحديدها وفقا لسلم محدد من الاولويات . ومن الامثلة الشائعة ايضا فرض اسعار صرف متعددة فى داخل الدولة باختلاف انواع المعاملات الخارجية ، كأن تفرض سعرا رسميا (عادة ما يكوم مبالغا فى تحديد قيمة العملة المحلية بالنسبة للعملات الاجنبية الاخرى والدولار بصفة خاصة) لحساب الواردات بينما تفرض سعر آخر اكثر تميزا لتحويلات العاملين من الخارج أو لتحويلات السائحين ....الخ . وغالبا ما تؤدى القيود إلى الصرف إلى احداث تشويهات سعرية والى سوء توزيع للموارد بين الاستخدامات المختلفة إلى جانب العديد من الآثار السلبية الاخرى .

المطلب الثانى

النظام النقدى الدولى المعاصر

بعدما اعلنت انجلترا انهيار قاعدة الذهب بالغاء قابلية تحويل الجنيه الاسترلينى إلى ذهب فى عام ١٩٣١ تبعتها بقية الدول ، واصبح النظام النقدى الدولى قائما على حرية تعويم العملات ، حيث شهدت تلك الفترة تنافسا محموما بين الدول فى تخفيض قيمة عملاتها من ناحية ، وفرض القيود الحمائية من ناحية اخرى ، إلى أن قامت الحرب العالمية الثانية ، واصبح لا مناص من انتظار انتهائها حتى يمكن التفكير فى وضع نظام نقدى دولى جديد .

وبالفعل اجتمع فى عام ١٩٤٤ ممثلو الولايات المتحدة الامريكية وانجلترا بالاضافة إلى ممثلى اثنين واربعين دولة اخرى فى "بريتون وودز" فى الولايات المتحدة الامريكية لوضع نظام نقدى دولى جديد .

وجاء النظام موافقا للمشروع الامريكى ، بعد استبعاد المشروع الانجليزى ، وتمت صياغته في الاتفاقية المعروفة باسم اتفاقية "بريتون وودز" .

ومن اهم ما نصت عليه الاتفاقية انشاء "صندوق النقد الدولى" بغرض تحقيق الاهداف التالية :

- دعم وتنشيط التعاون النقدى الدولى .

- تشجيع النمو المتوازن فى التجارة الدولية وازالة الحواجز بأمل تأمين العمالة الكاملة في الداخل وتأمين ثبات سعر الصرف .

- تجنب حروب تخفيض العملات التى تهدف إلى تنشيط الصادرات ودعم المنافسة على المستوى الدولى .

- حرية تحويل العملات بين الدول واقامة نظام متعدد الاطراف للتسويات الدولية .

- تقديم المساعدة لتصحيح الخلل المؤقت فى موازين المدفوعات .

ويقوم نظام بريتون وودز على قاعدة الصرف بالذهب حيث يرتكز بصفة رئيسية على قابلية تحويل الدولار الامريكى فقط إلى ذهب من ناحية ، وعلى تثبيت اسعار صرف العملات الاخرى بالنسبة للدولار الامريكى ، ومن ثم تصبح جميع العملات مربوطة بشكل أو بآخر بالذهب من خلال الدولار . واقتضى ذلك بالطبع احتفاظ الولايات المتحدة الامريكية باحتياطى كبير من الذهب ، خاصة وان ميزانها التجارى كان - عند نهاية الحرب العالمية الثانية - يحقق فائضا ضخما إلى الحد الذى جعلها تستأثر بالجز الاكبر من الذهب النقدى فى العالم (والذى وصل فى بعض التقديرات إلى ثلاثة ارباع اجمالى الذهب فى العالم) .

وبالتالى اصبح على الولايات المتحدة أن تثبت سعر الذهب عند

٣٥ دولار للأوقية ، وان تكون مستعدة لتحويل الدولارات إلى ذهب بمجرد الطلب وفقا لهذا السعر وبدون اية قيود . وكان على الدول الاخرى العمل على تثبيت اسعار عملاتها بالنسبة للدولار (ومن ثم بالنسبة للذهب) وان تتدخل فى سوق الصرف الاجنبى للمحافظة على سعر الصرف والحيلولة دون تجاوزه للحد المسموح للتغير وهو ١% فوق أو تحت السعر الاساسى .

ونظرا للظروف التى خلفتها الحرب ، وما اتاحته من فرص تصديرية هائلة للولايات المتحدة الامريكية ، تضاعف دورها فى التجارة الدولية واخذ يتركز الجزء الاعظم من الذهب النقدى فى العالم فى خزائن فورت نوكس Fort Nox ، بينما اصبحت الخزائن الاوروبية خاوية . وبعد أن اصبحت السيادة للدولار كعملة رئيسية فى تسوية المعاملات الدولية وكعنصر اساسى فى تكون الاحتياطات الدولية يمكن القول بأن النظام النقدى الدولى الجديد لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية قد قام فى الواقع العملى على قاعدة الصرف بالدولار والذهب Gold - Dollar Standard .

وبمقتضى نظام بريتون وودز كان يمكن للدول أن تمول عجزها المؤقت فى موازين مدفوعاتها باستخدام احتياطاتها الدولية وبالاقتراض من صندوق النقد الدولى . اما فى حالة وجود اختلال هيكلى ، أى وجود عجز (أو فائض) بشكل كبير ومستمر فى ميزان المدفوعات ، فانه يسمح للدولة بأن تغير السعر الاسمى لعملتها Par Value فى حدود ١٠% دون اشتراط الموافقة المسبقة للصندوق . ومن ثم فان نظام "بريتون وودز" يعتبر فى الاساس نظاما قائما على تثبيت سعر الصرف مع القابلية للتعديل Adjustable Peg System لضمان استقرار اسعار الصرف مع توفير قدر من المرونة .

انهيار نظام " بريتون وودز "

كان نظام " بريتون وودز " يقوم – كما اسلفنا القول – على ركيزة رئيسية هى التزام الخزانة الامريكية ببيع الذهب بسعر الاوقية ٣٥ دولارا إلى البنوك المركزية والمؤسسات النقدية فى العالم . ومن ثم فقد كان من الضرورى الربط بين مقدار ما هو متوافر من مخزون ذهبى لدى الولايات الامريكية وبين الالتزامات قصيرة الاجل المترتبة عليها . فاذا ما زادت هذه الالتزامات دون زيادة فى كمية الذهب كان ذلك تعبيرا عن حقيقة معينة هى عجز ميزان المدفوعات الامريكى .

فمنذ الخمسينات بدأ ميزان المدفوعات الامريكي يحقق عجزا كبيرا ومستمرا الامر الذى قلص بشدة من احتياطات الذهب فى الخزانة الامريكية ، وساد اليقين بضرورة تعديل اسعار تعادل العملات . وازاء فشل الولايات المتحدة الامريكية فى اقناع الدول التى حققت موازين مدفوعاتها فوائض ضخمة ، وبصفة خاصة المانيا الغربية واليابان ، برفع سعر صرف عملاتها ، اصبح من المسلم به ضرورة لجوء الولايات المتحدة الامريكية إلى تخفيض قيمة الدولار . فى ذلك الوقت اصبحت الاسواق الدولية لرأس المال مرتبطة ببعضها بشكل كبير من خلال اسواق العملات الاوروبية ، وبدأت كميات ضخمة من رؤوس الاموال الامريكية فى الهروب إلى الخارج ، وبدأت التحويلات الكثيفة من الدولار الامريكى إلى العملات القوية الاخرى ، وبصفة خاصة المارك الالمانى والين اليابانى والفرنك السويسرى ؛ الامر الذى ادى إلى حدوث مزيد من الاختلالات فى ميزان المدفوعات الامريكى . وهنا اضطر رئيس الولايات المتحدة الامريكية آنذاك "ريتشارد نيكسون" إلى أن يعلن فى ١٥ اغسطس عام ١٩٧١ تعليق قابلية تحويل الدولار الامريكى إلى ذهب ، معلنا بذلك نهاية نظام "بريتون وودز" . وفى ذات

الوقت فرضت الولايات المتحدة ضريبة اضافية مؤقتة علـــى الـــواردات قدره ١٠% .

وفى ديسمبر ١٩٧١ اجتمع ممثلو "مجموعة الـــدول العـــشرة " (الولايات المتحدة الامريكية - اليابان - انجلترا - فرنـــسا - المانيـــا - كندا - ايطاليا - هولندا - السويد - بلجيكا) فى "سميسونيان" بواشنطن، ووافقوا على رفع سعر اوقية الذهب إلى ٣٨ دولار بدلا من ٣٥ دولارا للاوقية ، الامر الذى يعنى خفض قيمة الدولار بنسبة ٩% . وفـــى ذات الوقت رفعت قيمة المارك الالمانى بنسبة ١٧% والين اليابـــانى بنـــسبه ١٤% ، ورفعت كذلك قيمة العملات الاخرى بنسب أقل . ومـــن ناحيـــة اخرى رفع الحد المسموح به لتغير ســـعر التعـــادل الاساســـى ليـــصبح ٢,٢٥% بدلا من ١% فوق أو تحت هذا السعر . وهكذا منذ اللحظة التى اعلنت فيها عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب اصبح العالم على قاعـــدة الصرف بالدولار Dollar Standard .

وامام استمرار وتزايد العجز الكبير لميزان المدفوعات الامريكى ادرك الجميع عدم صلاحية اتفاقيـــة "سميـــسونيان" للتطبيـــق وان مـــن الضرورى تخفيض قيمة الدولار من جديد . ومع تزايد المضاربات على الدولار اضطرت الولايات المتحدة إلى رفع سعر اوقيـــة الـــذهب إلـــى ٤٢,٢٢ دولارا فانخفضت بذلك قيمة الدولار مرة اخرى بنـــسبة ١٠% . وازاء عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب قررت الدول الستة المؤســـسة للسوق الاوروبية المشتركة فى مارس ١٩٧٢ تعـــويم عملاتهـــا بـــشكل مشترك فى مقابل الدولار فى حدود ٢,٢٥% فوق أو تحت سعر التعادل وفقا للنظام الذى عرف باسم "الثعبان فى النفق Snake in Tunnel " . ولكن مع تزايد حدة المضاربات مرة اخرى قررت السلطات النقدية فـــى الدول الصناعية الكبرى فى مارس ١٩٧٣ اطلاق حرية التعويم لعملاتها

اما بصورة مستقلة (الدولار الامريكى - الجنيه الاسترلينى - الين اليابانى - الفرنك السويسرى - الليرة الايطالية - الدولار الكندى) أو بصورة مشتركة (المارك الالمانى والفرنك الفرنسى بالاضافة إلى عملات الدول الست الاخرى فى وسط وشمال اوروبا مع ترك "الثعبان" يتحرك فى هامش قدره ٢,٢٥% بين اقوى عملة واضعف عملة فى مقابل الدولار). وهكذا تمت ولادة نظام التعويم المدار لاسعار الصرف.

النظام النقدى الدولى الحالى والتعويم المدار

يقوم النظام النقدى الدولى منذ عام ١٩٧٣ على قاعدة التعويم المدار لاسعار الصرف Managed Float . ووفقا لهذه القاعدة تضطلع السلطات النقدية فى كل دولة بمسئولية التدخل فى اسواق الصرف الاجنبى للحد من آثار التقلبات قصيرة الاجل لاسعار الصرف ، دون محاولة التأثير على اتجاهات اسعار الصرف فى المدى الطويل . والواقع أن هذا النظام لم يقصد احد اختياره بل فرض هذا النظام نفسه عب انهيار نظام "بريتون وودز" وبغرض مواجهة الفوضى التى سادت اسواق الصرف الاجنبى والمضاربات التى احدثت العديد من الاختلالات.

وعند بداية تطبيق نظام التعويم المدار كانت هناك محاولات جادة لوضع قواعد خاصة لادارة التعويم على النحو الذى يحول دون دخول الدول المنافسة لتخفيض قيم عملاتها بهدف زيادة صادراتها ، ومن ثم الحيلولة دون الرجوع مرة اخرى إلى فوضى اسعار الصرف التى سادت فى الثلاثينات قبيل الحرب العالمية الثانية . وفى عام ١٩٧٦ اعترفت "اتفاقيات جامايكا" رسميا بنظام التعويم المدار وتركت لكل دولة حرية اختيار نظام الصرف الاجنبى الذى يناسبها بشرط عدم الاضرار بشركائها فى التجارة أو بالاقتصاد العالمى ككل . هذا وقد دخلت "اتفاقيات جامايكا" فى العمل ابتداء من ابريل ١٩٧٨ .

وهكذا فان اكثر من نصف عدد الدول اعضاء صندوق النقد الدولى (١٨٣ عضوا فى عام ٢٠٠٢) تبنت شكلا أو اخر من انظمة سعر الصرف التى تتسم بالمرونة . وتشمل هذه المجموعة كافة الدول الصناعية الكبرى وعددا من الدول النامية بحيث أن قرابة اربعة اخماس التجارة الدولية تتم بين دول تدير اسعار صرفها المعومة سواء بشكل مستقل أو بشكل مشترك ، اما بالنسبة لبقية الدول فان غالبيتها قامت بتثبيت اسعار عملاتها بالنسبة للدولار أو حقوق السحب الخاصة أو سلة تضم مجموعة من العملات .

ولا تزال الدول فى ظل نظام التعويم المدار تحتاج إلى احتياطات دولية للتدخل فى اسواق الصرف الاجنبى بهدف الحد من آثار تقلبات سعر الصرف فى الاجل القصير . وفى الوقت الحالى فان هذا التدخل يتم فى الغالب بالدولار الامريكى . ووفقا لاتفاقيات جامايكا قام صندوق النقد الدولى ببيع سدس ما يحوزه من ذهب فى السوق الحرة خلال الفترة من ١٩٧٦ وحتى ١٩٨٠ ، مستخدما حصيلة البيع فى مساعدة الدول الاكثر فقرا ، مؤكدا التزامه باستبعاد الذهب كأحد عناصر الاحتياطات الدولية كذلك تم الغاء السعر الرسمى للذهب (٣٥ دولارا للاوقية) وتم الاتفاق على إلا تعقد اية معاملات بالذهب فى المستقبل بين الصندوق واعضائه . ورغم ذلك تجدر الاشارة إلى أن الصندوق لا يزال يحسب قيمة حيازته من الذهب وفقا للسعر الرسمى الذى كان سائدا قبل عام ١٩٧١ وهى ٣٥ دولارا للاوقية (أو ٣٥ وحدة حقوق سحب خاصة) (١) .

النظام النقدى الاوروبى

وفى مارس ١٩٧٩ قام "الاتحاد الاوروبى" بوضع النظام النقدى الاوروبى European Monetary System (EMS) كخطوة فى

---

(1) Dominick Salvatore, International Economics, op. cit., p. 704.

الطريق نحو تحقيق التكامل النقدي بين كافة الدول الاوروبيــة اعــضاء الاتحاد . ووفقا لهذا النظام تم خلق وحــدة نقديــة اوروبيــة جديــدة ، والمعروفة باسم " ايكو " European Currency Unit ، مع الــسماح لعملات الدول الاعضاء بالتغير في حدود ٢,٢٥% فوق أو تحت ســعر التعادل مع الــ"الايكو" ، مع التعويم المشترك مقابل الدولار وغيره مــن العملات . ووفقا للنظام النقدى الاوروبي الجديد تــم انــشاء "صــندوق التعاون النقدى الاوروبــي " European Monetary Cooperation Fund (EMCF) لمساعدة الدول الاعضاء فى حالة اخــتلال مــوازين مدفوعاتها في المدى القصير والمتوسط . ووفقا لمعاهدة ماسترخت فــي ديسمبر ١٩٩١ وافقت الدول اعضاء الاتحاد الاوروبي على أن يتم انجاز الوحدة النقدية الاوروبية على ثلاث مراحل تنتهي فى عام ١٩٩٩ بحيث تكون هناك وحدة نقدية اوروبية واحدة هى الــ"يورو EURO " وبنــك مركزى اوروبى European Central Bank . وبالفعل حل اليــورو محل اثنتى عشرة عملة فى اثنتى عشرة دولة من دول الاتحاد الاوروبى ابتداء من اول يناير ٢٠٠٢ والذى بلغ عدد دولة الان خمساً وعــشرين دولة ابتداءً من ٢٠٠٤/٥/١ .

المطلب الثالث

السيولة الدولية

تتمثل السيولة الدولية في وسائل الدفع المتاحة والمقبولة عالميا لتسوية المدفوعات الخاصة بالمبادلات الدولية للسلع والخدمات . وإذا كانت العادة قد جرت على استخدام اصطلاح السيولة الدولية واصطلاح احتياطى العملات دون تفرقة بينهما ، إلا انه تنبغى الاشارة إلى أن مفهوم السيولة الدولية اكثر اتساعا من مفهوم احتياطى العملات . فاحتياطى العملة يشتمل مجموع العملات التى تحوزها البنوك المركزية والتجارية . بينما تشتمل السيولة الدولية إلى جانب ذلك الموارد التى يمكن الحصول عليها من خلال الاقتراض الخارجى أو من خلال المؤسسات الدولية قبل صندوق النقد الدولى أو تشمل كذلك الاصول الخارجية . هذا وإذا كانت هناك تساؤلات حول امكانية اضافة قيمة الاحتياطى من الذهب إلى مجموع احتياطيات العملة ، فان الذهب يدخل بالتأكيد ضمن السيولة الدولية نظرا لأمكانية اقتراضه أو حتى رهنه . كذلك فان مصطلح احتياطى العملات يقبل فى ذاته أن يستخدم بشكل واسع أو ضيق . فى الاستخدام الواسع يمتد ليشمل كافة العملات القابلة للتحويل المستخدمة دوليا . اما فى الاستخدام الضيق فيقتصر مصطلح احتياطى العملات على العملات الرئيسية مثل الدولار والمارك الالمانى والين اليابانى والجنيه الاسترلينى والفرنك السويسرى ، وقد يمتد فى حدود ضيقة إلى الفرنك الفرنسى والفلورين الهولندى .

وبالنظر إلى وضع كل دولة على حدة يمكن تقسيم السيولة الدولية إلى قسمين :

- الاول هو السيولة الحرة التى توجد تحت تصرف السلطات النقدية

الرسمية فى الدولة ويمكنها استخدامها بمحض ارادتها دون أى قيـود . تشمل هذه السيولة فى الاساس رصيد العملات الاجنبية القابلة للتحويـل بحرية Freely Convertible وكذلك رصـيد الـذهب الـذى تملكـه السلطات النقدية . ويضاف إلى السيولة الحرة مجموع الموارد التى يحق للدولة سحبها بشكل تلقائى غير مشروط من صندوق النقد الدولى .

- الثانى وهو السيولة المشروطة وهى تلك السيولة الدولية المتاحة للدولة ولكن يكون استعمالها مقيدا بشروط معينـة . وتـشمل تلـك الـسيولة المشروطة الموارد المقترضة بعملات حرة قابلة للتحويـل ولكـن يقيـد استخدامها بشروط معينة ، وتشمل كذلك الموارد الممكن سحبها بشروط معينة من صندوق النقد الدولى .

العملات الارتكازية :-

فرضت قاعدة الصرف بالدولار والذهب نفسها فى نهاية الحرب العالمية الثانية ، وحتى تبنى قاعدة اسعار الصرف العائمـة فـى عـام ١٩٧٣ . ورغم ظهور بعض العملات الاخرى فإن الدولار ظـل العملـة الرئيسية للاحتياطات الدولية حتى يومنا هذا .

والعملة الرئيسية (أو الارتكازية) هى عملة وطنية فى الاسـاس تلعب دورا هاما فى الاحتياطيات الدولية . فعلى المستوى الدولى يتعـين أن تقوم تلك العملة بالوظائف الرئيسية التقليدية الثلاثـة للنقـود ، أى أن تكون مقياسا للقيم واداة للتبادل ومخزنا للقيمة . ويمكن التحقق مـن دور العملة الرئيسية كمقياس للقيم عندما نرى تلك العملة تستخدم بشكل رئيسى لتسعير المنتجات الدولية على المستوى الدولى (كما هو الحـال بالنـسبة لسعر برميل البترول وغيره من المنتجات الدولية حيث يعلن عنها دائمـا بالدولار) ، وعندما نرى العديد من العملات الوطنية الاخـرى تـرتبط قيمتها ارتباطا لصيقا بتلك العملة ، كذلك يمكن التحقـق مـن دور تلـك

العملة كوسيط للتبادل عندما نرى اتساع دائرة وحجم استخدامها لتسوية المعاملات الدولية وفى عمليات البنوك واسواق الصرف على المستوى الدولى .

بالاضافة إلى هذه الوظائف الثلاثة الرئيسية للعملة الارتكازية يضيف البعض وظيفة رابعة وهى احكام الحلقة الدولية من حيث امكانية الاقتراض قصير الاجل ثم الاقتراض طويل الاجل وكذلك ضمان السيولة الملائمة الذى يحتاجها النظام النقدى الدولى بشكل دائم (١) .

وتطبيقا لهذه المعايير يعد الدولار الامريكى هو العملة الدولية الارتكازية الرئيسية منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وحتى الآن حيث يمثل اكثر من ٦٨% من الحيازات الرسمية التى تحتفظ بها الدول من العملات الصعبة فى عام ٢٠٠٠ . ويأتى فى المرتبة الثانية بعد الدولار الامريكى كل من اليورو الاوروبى والين اليابانى اللذين اصبحا يلعبان دورا هاما كعملات دولية ارتكازية .

أما بالنسبة لحقوق السحب الخاصة Special Drawing Rights (SDR) (وكذلك وحدة النقد الاوروبية السابقة (ايكو ECU European Currency Unit) فهى تعد بمثابة سلة للعملات اكثر منها عملة دولية حقيقية ، وتخضع - حتى الآن - لقيود عديدة تمنع من امكانية اعتبارها بمثابة عملة دولية ارتكازية .

حقوق السحب الخاصة :-

تعتبر حقوق السحب الخاصة Special Drawing Rights (SDR) بمثابة اصل جديد اضافه صندوق النقد الدولى إلى الاحتياطيات

---

(1) Henri Bourguinat, Les vertiges de la Finance internationale, Economica, Paris, 1987, pp 43 - 44 .

الدولية بمقتضى التعديل الاول لمواد الاتفاقية المنشئة له ، وذلك فى عام ١٩٦٩ . وهى تعد أول احتياطى يحمل فائدة يتم خلقه بقرار دولى ليمثل اضافة جديدة إلى اصول الاحتياطات الدولية القائمة .

وتعتبر " حقوق السحب الخاصة " بمثابة وحدات نقدية حسابية تعطى الدول الحائزة لها الحق فى الحصول على تسهيل ائتمانى بعملات قابلة للتحويل من الدول اعضاء الصندوق . وتستمد حقوق السحب الخاصة قوة ابرائها فى مجال المدفوعات الدولية من قبولها من كل عضو إذا ما قدمها له عضو اخر ، على أن يدفع مقابلها عملة قابلة للتحويل . فهى تمثل اذن اضافة إلى الاصول المستخدمة كاحتياطات دولية ، والتى تقبلها الدول وتستخدمها فى تسوية مدفوعاتها الدولية .

ومن ثم فان حيازة الدولة من حقوق السحب الخاصة تدخل ضمن مجموع احتياطياتها الدولية إلى جانب ما تحوزه من ذهب وعملات اجنبية وموارد لدى صندوق النقد الدولى . وتدر " حقوق السحب الخاصة " عائدا لحائزيها مرتبطا بسعر الفائدة السائد فى السوق ويتم تحديده اسبوعيا منذ عام ١٩٨٣ .

ويقتصر توزيع "حقوق السحب الخاصة " على الدول اعضاء الصندوق والمشتركة فى "ادارة حقوق السحب الخاصة " به (وحتى عام ٢٠٠٢ كان كل اعضاء الصندوق الـ١٨٣ المشتركين فى هذه الادارة) دون غيرها من الجهات ولا حتى الصندوق ذاته . اما عن حيازة واستخدام تلك "الحقوق " فيشتمل - بالاضافة إلى الدول المذكورة - صندوق النقد الدولى ذاته (حساب الموارد العام General Resources Account) من ناحية والجهات الرسمية التى يمنحها الصندوق حق

الحيازة Prescribed Holders [1] .

وعلى خلاف "حقوق السحب العامة" فان "حقوق السحب الخاصة" لا تمثل سحبا من الدولة على مواردها لدى الصندوق ، وبمجرد أن تسحب فانها لا تسدد مرة اخرى [2] . ويتم قيد "حقوق السحب الخاصة" محاسبيا فى صندوق النقد الدولى ، فى حساب مستقل عن الحساب العام تحت اسم "حساب السحب الخاص" . وعند بداية عمل النظام فى عام ١٩٦٩ وافق على اصدار ٩,٥ مليار من حقوق السحب الخاصة (بواقع ٣,٥ مليار فى عام ١٩٧٠ ، ٣ مليار فى عام ١٩٧١ ، و٣ مليار فى عام ١٩٧٢) . ثم صدر قرار اخر فى سبتمبر عام ١٩٧٨ باصدار ١٢ مليار وحدة حقوق سحب خاصة (بواقع ٤ مليار كل عام من ١٩٧٩ حتى ١٩٨١) . ومنذ ذلك الوقت لم يتم اصدار حقوق سحب خاصة اخرى جديدة . وفى سبتمبر ١٩٩٧ اقترح مجلس محافظى الصندوق اجراء تعديل فى مواد اتفاقية الصندوق للسماح باصدار حقوق سحب جديدة وتوزيعها خاصة وان حوالى اكثر من خمس اعضاء الصندوق التحقوا به

(١) ويقوم صندوق النقد الدولى بتحديد تلك الجهات من بين الدول غير الاعضاء فى الصندوق ، أو الدول اعضاء الصندوق ولكن غير مشتركين فى "ادارة حقوق السحب الخاصة" ، أو المؤسسات التى تقوم باعمال البنك المركزى لاكثر من عضو ، وغيرها من الجهات الرسمية . هذا وقد وصل عدد الجهات التى منحت حق الحيازة إلى ١٥ جهة فى نهاية يونيو ١٩٩٥ وهى : بنك دول وسط افريقيا – البنك المركزى لدول غرب افريقيا – البنك المركزى لشرق الكاريبى – بنك التسويات الدولية – صندوق الاحتياطى لمجموعة الانديان – صندوق النقد العربى – بنك التنمية الافريقى – صندوق التنمية الافريقى – بنك التنمية الاسيوى – بنك التنمية لشرق افريقيا – البنك الدولى للانشاء والتعمير – مؤسسة التنمية الدولية – البنك الاسلامى للتنمية – بنك الاستثمار لدول الشمال – الصندوق الدولى للتنمية الزراعية .

(٢) عند بداية عمل نظام "حقوق السحب الخاصة" فى عام ١٩٦٩ كانت المسحوبات منها واجبة السداد فى حدود ٣٠% بمعنى بقاء ٧٠% من قيمة المسحوبات منها تمثل اضافة جديدة للاحتياطيات الدولية بدون مقابل . إلا أن النسب الواجب سدادها خفضت إلى ١٥% فى عام ١٩٧٨ ، ثم ألغيت تماما فى عام ١٩٨١ .

بعد عام ١٩٨١ وهو تاريخ آخر إصدار . ومن شأن هذا التعديل أن خجم المصدر من حقوق السحب الخاصة إلى ٤٢,٨٧ بليون وحدة . ولكن حتى يكون هذا التعديل ساريا لابد من موافقة ثلاثة اخماس الاعضاء (أى حوالى ١١٠ عضوا) يمثلون ٨٥% من اجمالى القوة التصويتية بالصندوق، ولكن حتى ٣١ ابريل ٢٠٠١ لم يوافق إلا ١٠٧ عضوا يمثلون ٧١% من اجمالى القوة التصويتية (١) .

أما عن قيمة وحدة " حقوق السحب الخاصة " فانه فى الفترة من ١٩٧٠ حتى ١٩٧٤ كانت لها ذات القيمة الذهبية للدولار الامريكى (وحدة حقوق خاصة = ١ دولار = ١/٣٥ أوقية من الذهب) ، ولذلك كانت تسمى " بالورق الذهبى " Gold Paper . ولكن ابتداء من اول يوليو ١٩٧٤ تم الربط بين وحدة حقوق السحب الخاصة وسلة من عملات ست عشرة دولة ، وهى الدول التى لها حصة فى الصادرات الدولية بأكثر من ١% فى الفترة ١٩٦٨ - ١٩٧٢ ، على أن يتم التعديل كل سنتين (٢) : واخيرا فانه ابتداء من عام ١٩٨١ تحدد قيمة وحدة "حقوقه السحب الخاصة" وفقا لسلة مكونة من عملات الدول الخمس اعضاء الصندوق صاحبة النصيب الاكبر فى تدفقات الصادرات الدولية ، وهذه العملات هى : الدولار الامريكى - الين اليابانى - المارك الالمانى - الجنيه الاسترلينى - الفرنك الفرنسى . وبعد بدء العمل باليورو فى اول يناير ١٩٩٩ فقد حل محل الفرنك الفرنسى والمارك الالمانى فى سلة العملات ويلاحظ أن هذه العملات هى ايضا "العملات المستخدمة بحرية " Freely Usable فى المعاملات المالية الدولية . ويتم تحديد قيمة وحدة

---

(١) انظر فى ذلك :

IMF, Annual Report 2001, pp. 66 - 69.

(٢) وعلى سبيل المثال حل الريال السعودى محل الراند الجنوب افريقى .

حقوق السحب الخاصة يوميا من قبل صندوق النقد الدولى . وبالطبع يختلف الوزن النسبى لكل عملة من العملات الخمس داخل سلة العملات ، ويتم تعديل هذا الوزن كل خمس سنوات وفقا لتطور المبادلات الدولية ونصيب الدول فى التجارة العالمية وبالفعل تم آخر تعديل فى اكتوبر ٢٠٠٠ وبدأ العمل به فى اول يناير ٢٠٠١. هذا وقد تطور الوزن النسبى للعملات الخمس على النحو التالى:

	١٩٨١	١٩٨٦	١٩٩١	١٩٩٦	٢٠٠١
الدولار الامريكى	٤٢	٤٢	٤٠	٣٩	٤٥
الين اليابانى	١٣	١٥	١٧	١٨	١٥
الجنيه الاسترلينى	١٣	١٢	١١	١١	١١
المارك الالمانى	١٩	١٩	٢١	٢١	–
الفرنك الفرنسى	١٣	١٢	١١	١١	–
اليورو	–	–	–	–	٢٩

وحتى عام ٢٠٠٢ بلغت جملة اصدارات "حقوق السحب الخاصة" نحو ٢١,٤ مليار وحدة ، وبلغت مساهمتها فى حجم الاحتياطى النقدى العالمى نحو ١،١% عام ٢٠٠١ مقابل نحو ٨,٤% عام ١٩٧٢ ، وعلما بأنه من بين الدول اعضاء صندوق النقد الدولى (والبالغ عددهم ١٨٣ عضوا فى عام ٢٠٠٢) هناك ٣٨ عضوا لم يتلق اية مخصصات من حقوق السحب الخاصة على الاطلاق (١) . وبعد أن كانت قيمة وحدة "حقوق السحب الخاصة" تعادل فى بدايتها قيمة الدولار الامريكى تطورت تطورا كبيرا حتى وصلت إلى حوالى ١,٢٦٦ دولار فى عام ٢٠٠١

(١) البنك الاهلى المصرى ، النشرة الاقتصادية ، العدد الثانى ، المجلد التاسع والاربعون ١٩٩٦ ، ص ٢٨ – ٢٩ .

(٣٠ ابريل) [1] ووصلت الان إلى ١,٤٨ دولار فى اكتوبر ٢٠٠٤ .

استخدامات حقوق السحب الخاصة :

يمكن لاعضاء صندوق النقد الدولى المشتركين فى ادارة "حقوق السحب الخاصة" استخدام هذه الحقوق فى الحصول على العملات الاجنبية التى يحتاجونها لابرام صفقة يحدد فيها العضو المشترك الاخر، والمعين من قبل الصندوق ، والذى سيقوم بتوفير العملة الاجنبية القابلة للاستخدام بحرية فى مقابل وحدات حقوق السحب الخاصة . ويعين الصندوق الاعضاء المشتركين الذين سيقدمون العملات مقابل حقوق السحب الخاصة على اساس مدى قوة موازين مدفوعاتهم ومراكز احتياطياتهم . ومع ذلك فان التزام العضو بتقديم العملة مقيد بالحق الذى تصل فيه حيازته من حقوق السحب الخاصة إلى ثلاثة امثال عدد وحدات حقوق السحب الخاصة التى وزعت عليه ، أو أى حد اعلى يمكن الاتفاق عليه بين الصندوق والعضو المشترك .

هذا يمكن للعضو المشترك ، أو للجهة التى لها حق حيازة هذه الحقوق ، استخدام "حقوق السحب الخاصة" فى العديد من التحويلات الاختيارية مثل :

- الحصول على العملة اللازمة للصفقات التى يتم الاتفاق عليها مع احدى الدول الاعضاء المشتركة فى ادارة "حقوق السحب الخاصة" أو مع احدى الجهات المسموح لها بحيازة هذه الحقوق ، وبشرط أن تتم الصفقة بسعر الصرف الرسمى الذى يحدده صندوق النقد لهذه العملة مقابل وحدة "حقوق السحب الخاصة " .

- ابرام اتفاقيات المبادلة Swap حيث تقوم الدولة عضو الصندوق (أو

---

(1) I M F, Financial Organization and Operations of the I M F, I M F, Washington, D.C. 1995, p. 106.

الجهة التى لها حق الحيازة) بتحويل وحدات من "حقوق السحب الخاصة" لعضو اخر (أو لاحدى الجهات المذكورة الاخرى) مقابل تحويل مبلغ مساو من العملة أو أى اصل نقدى اخر (باستثناء الذهب) ، مع الاتفاق على اجراء تبادل عكسى فى تاريخ لاحق محدد وبسعر الصرف المتفق عليه بين الاطراف .

- اجراء العمليات الآجلة ، حيث يقوم عضو الصندوق ، أو احدى الجهات التى لها حق الحيازة ، ببيع أو شراء وحدات من "حقوق السحب الخاصة" على أن يكون التسليم الفعلى فى تاريخ لاحق ، وذلك مقابل الدفع باحدى العملات أو احد الاصول النقدية الاخرى (باستثناء الذهب) ووفقا لسعر الصرف المتفق عليه بين الاطراف .

- اعطاء قروض بوحدات من "حقوق السحب الخاصة" وفقا لاسعار الفائدة وفترات السداد المتفق عليها بين الاطراف ، ويمكن أن يتم سداد اقساط الدين ودفع الفوائد بوحدات من هذه الحقوق ايضا .

- تسوية الالتزامات المالية لاحد اعضاء الصندوق أو لاحدى الجهات التى لها حق الحيازة .

- قد تستخدم " حقوق السحب الخاصة " كضمان لتنفيذ الالتزامات المالية اما برهنها وتسجيل ذلك فى سجل خاص يحفظ لدى صندوق النقد الدولى واما بالاتفاق مع عضو آخر بالصندوق (أو جهة اخرى لها حق الحيازة) على أن تنقل إليها وحدات " حقوق السحب الخاصة " كضمان لتنفيذ الالتزام ، وعلى أن يقوم ذلك الاخير (أو تلك الاخيرة) باعادة هذه الحقوق مرة اخرى إلى العضو الاول (أو الجهة الاولى) عند وفائه بالالتزام المتفق عليه.

- اعطاء المنح .

والواقع أن الدور الحالى لـ"حقوق السحب الخاصة" يعتبر محدودا للغاية ، سواء كأحد عناصر الاحتياطات الدولية (١،١% فقط من اجمالى تلك الاحتياطى فى نهاية مارس ٢٠٠١) ، أو كوسيط فى التبادل نظرا لان حيازتها والتداول فيها يقتصران على الجهات الرسمية فقط [١] . ورغم ذلك لا تزال حقوق السحب الخاصة تلعب دورا هاما كوحدة محاسبية ، فلا يزال صندوق النقد الدولى وعدد من المنظمات الدولية والاقليمية يستخدمون "حقوق السحب الخاصة" كوحدة حسابية بشكل مطلق ، أو كأساس لتقييم وحداتهم المحاسبية الخاصة بهم . كذلك فان العديد من المعاهدات الدولية تستخدم "حقوق السحب الخاصة" كوحدة محاسبية ، لا سيما فى الامور المتعلقة بحدود المسئولية فى النقل الدولى للسلع والخدمات [٢] . كذلك فانه حتى نهاية ابريل ١٩٩٥ يوجد اربع دول اعضاء فى صندوق النقد الدولى تثبت اسعار صرف عملاتها بالنسبة لحقوق السحب الخاصة .

---

(١) تجدر الاشارة إلى أن " حقوق السحب الخاصة " اتخذت كأساس لخلق ادوات مالية جديدة خارج صندوق النقد الدولى عرفت باسم "حقوق السحب الخاصة" غير الرسمية أو الخاصة Private SDR ولكن ظل سوق هذه الوحدات الجديدة محدودا للغاية ، فبعد أن نشط التعامل بهذه الوحدات بعض الشيء فى الفترة ١٩٨١/٨٠ إلا انه منذ ذلك التاريخ لم تصدر أى اوراق مالية أو تمنح تسهيلات مصرفية مقومة بحقوق السحب الخاصة . كذلك فان استخدام المؤسسات المالية (عدا صندوق النقد الدولى والسلطات النقدية المتعاملة معه) للاصول والخصوم المقومة بوحدات من حقوق السحب الخاصة تطور بشكل محدود للغاية.

(٢) تستخدم الهيئة الدولية للنقل الجوى التغيرات فى اسعار صرف العملات مقابل وحدات حقوق السحب الخاصة كمؤشر لاعادة النظر فى تعريفات الشحن بالعملات المحلية .

وحدة العملة الاوروبية :

من بين العناصر الرئيسية التى قام عليها النظام النقدى الاوروبى European Monetary System (EMS) منذ نشأته فى مارس ١٩٧٩ ، خلق وحدة عملة اوروبية كعملة دولية جديدة . وكانت الوحدة النقدية الاوروبية الاولى هى (الايكو European Currency Unit) (وكانت عبارة عن سلة من ١٢ عملة هى عملات الدول اعضاء الاتحاد الاوروبى (والذى وصل عدد اعضائه حاليا إلى خمسة عشر عضوا) وفقا للاوزان المرجحة على نحو يعكس النصيب النسبى لكل دولة فى كل من الناتج القومى الاجمالى للاتحاد ، وفى المبادلات بين دول الاتحاد ، وفى الميزانية الاتحادية ، وذلك مع زيادة الوزن النسبى للعملات القوية وانقاص الوزن النسبى للعملات الضعيفة .

وكانت قيمة وحدة "الايكو" تعادل اكثر من دولار امريكى ، وغالبا ما كان سعر الفائدة عليها قريبا من سعر الفائدة على الدولار الامريكى .

هذا وعادة ما كان يفرق بين نوعين من "الايكو" رغم تماثلهما فى القيمة - وهما "الايكو العام" و "الايكو الخاص" [(١)] .

وكان "الايكو" العام يستخدم كمؤشر لتثبيت اسعار صرف العملات الارتكازية بين عملات الاثنتى عشرة دولة اعضاء الاتحاد الاوروبى ، وكان يتم اصداره مقابل ٢٠% من احتياطيات الذهب وعملات الدول اعضاء الاتحاد ، ويتم تداولها بين البنوك المركزية لتلك الدول فى حساب مخصوص باسم "صندوق التعاون النقدى الاوروبى "

---

(١) انظر فى ذلك :

Colette Neme, Relatioms Moétaires Internationales, HACHETTE, Paris, 2eme ed., 1994, pp. 38 - 42 .

. Fonds Européen de cooperation Monétaire (FECOM)

وكان تعبير "الايكو الخاص" يطلق على التسهيلات الائتمانية بـ"الايكو" التى تقدمها البنوك التجارية لعملائها كأى تسهيل مقدم باحدى العملات المعتادة ، وذلك تمييزا له عن "الايكو العام" الذى لا يتداول إلا بين البنوك المركزية ومن خلال صندوق التعاون النقدى الاوروبى . هذا وقد حقق "الايكو الخاص" انطلاقة كبرى منذ عام ١٩٨١ . وكانت اسباب جاذبيته تكمن فى ميزتين اساسيتين :

- **الاولى** : تتمثل فى انه يقلل إلى اقصى حد من مخاطر تغيرات سعر الصرف ، نظرا لان قيمة "الايكو الخاص" تتمتع بدرجة كبيرة من الاستقرار ، ومن ثم فقد كان يوفر ميزة كبرى عند وضع الحسابات الخاصة بالعمليات المستقبلية .

والثانية : تتمثل فى اعتدال سعر الفائدة عليه ، حيث كان هذا السعر يتحدد -من الناحية النظرية - من خلال المتوسط المرجح لاسعار الفائدة على العملات المكونة للسلة (١٢ عملة) فى سوق العملات الاوروبية . وفى التطبيق العملى كان السعر يتحدد وفقا لظروف السوق النقدية لـ"الايكو" ، والذى يمكن أن يختلف قليلا عن هذا المتوسط النظرى . وكان سعر الفائدة على "الايكو" عادة ما يقع فى منطقة وسط بين اسعار الفائدة المنخفضة للعملات القوية داخل السلة واسعار الفائدة المرتفعة للعملات الضعيفة فى داخل السلة . ومن ثم فان سعر الفائدة على "الايكو" كان يعتبر متميزا بالنسبة للمقترضين فى دول العملات الضعيفة وبالنسبة للمقرضين فى دول العملات القوية .

ومنذ بداية الثمانينات تزايدت اهمية "الايكو" تدريجيا حتى اصبح عملة دولية كبقية العملات بالنسبة للبنوك والاسواق المالية والدولية ، فبلغت قروض "الايكو" قرابة ٨٥ مليار دولار فى نهاية ١٩٩١ وبصفة

خاصة فى عمليات اسواق ما بين البنوك ، وزادت حيازة الدول اعـضاء الاتحاد الاوروبى لـ"الايكو" كاحتيـاطى دولـى ، واصـبحت بعـض الشركات والمؤسسات تسوى فواتير واردتها ومبيعاتها بـ"الايكو" (مثـل مجموعة الشركات الفرنسية العملاقة سان جوبان) ، وبلغت الاصدارات المختلفة من الاوراق المالية بـ"الايكو" فى اسواق المال الدولية حـوالى ١٠٠ مليار دولار فى نهاية عام ١٩٩١ ، واستخدم "الايكو" بكثرة فـى عمليات المقايضات Swaps وعمليات الخيار Options ، وزاد نـشاط الدول الاخرى خارج الاتحاد الاوروبى فى السوق الدولية لـ"الايكو" مثل اليابان وسويسرا أو السويد لكن الاضطرابات التى لحقت بالنظام النقـدى الاوروبى ادت إلى تراجع سوق "الايكو" نسبيا منذ عام ١٩٩٢ المهم أن "الايكو" كان مقدمة وخطوة ضرورية للتمهيد لميلاد اليورو حيث رسخت فى الاذهان امكانية أن تكون هناك عملة واحدة للتداول بين دول الاتحاد الاوروبى .

ميلاد الـ "يورو" :

ثم شهدت نهاية عام ١٩٩٥ اجتماعين هامين بالنـسبة لمـستقبل "الاتحاد الاوروبى " والنظام النقدى الاوروبى ، حيث اجتمع فى فينـسيا الاسبانية فى اكتوبر ١٩٩٥ وزراء المالية والاقتصاد ومحافظو البنـوك المركزية "فى دول الاتحاد الاوروبى " ، ثم اعقبه اجتماع القمة الاوروبية فى مدريد فى ديسمبر ١٩٩٥ .

وفى هذا الاجتماع الاخير اتفق زعماء "الاتحاد الاوروبى" علـى عدد من النقاط بهدف تحقيق الاتحاد النقدى الكامل بـين دول الاتحـاد ، واصدار وحدة نقد اوروبية موحدة بدلا من العملات القومية المتعددة على أن تسمى تلك الوحدة " يورو " بناء على اقتراح المانيا. وتقـرر أن يـتم

ذلك على عدة مراحل كالاتى [1] :

- فى اول يناير ١٩٩٩ بدأت اولى خطوات اصدار الـ"يـورو" حيث بدأت البنوك المركزية والبنوك الاخرى فى الاعتماد تدريجيا على الـ"يورو" فى تعاملها الداخلى ، وفى نفس الوقت اصدرت التشريعات المنظمة لهذا التعامل وبدأت دور سك العملة فى بلدان الاتحاد الاوروبى المختلفة سك العملات الجديدة .
- فى اول يناير ٢٠٠٢ بدأ تداول الـ"يورو" مع العملات القومية فى الدول المشتركة .
- فى اول مارس ٢٠٠٢ الغى التعامل بالعملات القومية وعمم الـ"يورو" فقط .

وعند بداية تداول " اليورو " كانت قيمتة تعادل واحد دولار امريكياً ثم بدأت قيمته فى التقلب ونزلت إلى قرابة ٠,٨٧ من الدولار ، ثم ارتفعت بعد ذلك حيث بلغت الان (نهاية ٢٠٠٤) حوالى ١,٢٥ دولار امريكى .

---

(١) د. فايقة الرفاعى : يورو ومستقبل الاتحاد النقدى الاوروبى ، البنوك ، مجلة اتحاد بنوك مصر ، عدد مايو يونيه ، ١٩٩٦ ، ص ٣٢ – ٣٧ .

الباب الثانى

المؤسسات النقدية والمالية

رأينا فيما تقدم كيف صارت للنقود المصرفية اليد العليا فى التداول النقدى اليوم بحيث أصبح من الصعب الفصل بين دراسة النظامين النقدى والمصرفي . ذلك أن البنوك التجارية – بما لها من سلطان فى إصدار نقود الودائع – والبنك المركزى – بما له من القوامة على إصدار البنكنوت والرقابة على البنوك التجارية – هما حجر الزاوية فى النظام النقدى الحديث[١] .

وإلى جانب البنوك التجارية والبنك المركزى هناك أنواع أخرى من المؤسسات المالية الوسيطة التى تصدر أنواعا مختلفة من الأصول المالية ذات الطلب في السوق مقابل ما تحصل عليه من أصول مالية أخرى من الأفراد. والفارق الوحيد بين البنوك التجارية والبنك المركزى وبين هذه المؤسسات المالية الوسيطة هو أن تعهدات المؤسسات المالية لاتستخدم كوسيط للتبادل. فعلى حين تعتبر تعهدات البنوك التجارية والبنك المركزى نقودا فإن التزامات المؤسسات الأخرى لاتعتبر كذلك. ومع ذلك فقد عرفنا أن النقود لاتقوم فقط بوظيفة الوسيط فى المبادلات، ولكنها أيضا تقوم بوظيفة مخزن القيم. فهناك طلب على النقود باعتبارها أصلا تحفظ فيه الثروة . ولما كان الأفراد يحتفظون بتلك الأصول المالية ، الصادرة عن المؤسسات المالية الوسيطة، باعتبارها مخزنا للقيم فإنها تؤثر بذلك على طلب النقود. فالطلب على النقود باعتبارها مخزنا للقيم هو الذى يربط النظرية النقدية بالاستثمار والادخار ويضعها فى صلب النظرية الاقتصادية[٢] .

---

(١) د. محمد زكى شافعى ، المرجع السابق ، ص ١٧٥.

(٢) د. حازم الببلاوى ، المرجع السابق ، ص ٨٠.

ولم تعد البنوك التجارية هى المؤسسات الوحيدة القـادرة علـى منح الائتمان او تنظيم عملية الادخار ، فهناك العديد من المؤسسات المالية الوسيطة التى تضطلع بهذا الدور فى الاقتصاديات الحديثة (وبصفة خاصة المؤسسات المالية غير المصرفية مثل صناديق الاستثمار وصناديق الادخار والمعاشات ، وشركات التأمين على الحياة والتأمين ضد الحوادث ، والشركات المتخصصة فى تداول الاوراق المالية ....الخ) . ولا مبالغة فى القول بأن هذه المؤسسات الأخيرة يمكنها مضاعفة حجم وسائل الدفع بل وتطور دورها على نحو فاق الدور التقليدى للبنوك التجارية . ومثال ذلك ما يحدث فى القطاع المالى للدول المتقدمة من تزايد مستمر لدور صناديق الاستثمار (بانواعها المختلفة) وصناديق الادخار والمعاشات حتى انه فاق دور البنوك التجارية كما حدث فى الولايات المتحدة الامريكية [١] .

ولكن نظراً لضيق المجال عن امكانية تناول دور كل هذه المؤسسات فاننا سنقصر تناولنا ـ من خلال هذا الباب ـ على دور البنوك التجارية والبنك المركزى بالإضافة إلى البورصات وذلك على النحو التالى :

الفصل الأول: الائتمان.

الفصل الثانى: البنوك التجارية.

الفصل الثالث: التطورت الحديثة فى دور البنك المركزى .

الفصل الرابع: البورصـات .

---

(١) Peters . ROSE , Money & Capital Markets , Mc Graw - Hill, Intern . ed , 2003 , U . S . , p . 43

الفصل الأول

الائتمان

سنتناول فى هذا الفصل دراسة عدد من النقاط كل فى مبحث مستقل هى

المبحث الأول : فى ماهية الائتمان وأنواعه

المبحث الثانى: فى أهمية الائتمان وأدواته

المبحث الثالث: فى أسواق الائتمان

المبحث الأول

فى ماهية الائتمان وأنواعه

١- تعريف الائتمان:

يمكن تعريف الائتمان بأنه عملية مبادلة قيمة حاضرة فى مقابل وعد بقيمة آجلة مساوية لها، غالبا ما تكون هذه القيمة نقودا. وهناك فى عملية الائتمان طرفان : الأول هو مانح الائتمان ويسمى بالدائن او المقرض. والثانى هو متلقى الائتمان ويسمى بالمدين أو المقترض. وقد يضاف الى قيمة الائتمان مبلغ آخر يسمى الفائدة تدفع للدائن مستقبلا نظير تخليه عن القيمة الحاضرة، ويلاحظ أن الائتمان والدين هما شئ واحد منظوراً إليه من وجهتى نظر مختلفتين هما وجهتى نظر طرفى الائتمان الواحد بعد الآخر ، فالمقرض يمنح ائتمانا والمقترض يلتزم بدين(١) . وبناء على هذا التعريف يمكن التمييز بين أربعة عناصر للائتمان هى (٢):

أولا: علاقة مديونية : حيث يفترض وجود دائن(هو مانح الائتمان) ومدين (ملتقى الائتمان) .

ثانيا : وجود دين: وهو المبلغ النقدى الذى منحه للمدين والذى يتعين على الأخير أن يقوم برده للأول. وفى هذا ما يظهر ارتباط الائتمان بالنقود.

ثالثا : الأجل أو الفارق الزمنى: وهى الفترة التى تمضى بين حدوث المديونية والتخلص منها . وهذا الفارق الزمنى هو العنصر الجوهرى فى الائتمان ويميز بين " المعاملات الفورية " والمعاملات الائتمانية.

رابعا : المخاطرة: وتتمثل فيما يمكن أن يتحمله الدائن نتيجة انتظاره على مدينه ، ناهيك عن احتمال عدم دفع الدين ، ولعل هذا من ضمن اسباب

---

(١) د. احمد جامع ، المرجع السابق ، ص ٦٤.

(٢) راجع فى ذلك بصفة خاصة الأستاذ الدكتور عادل احمد حشيش ، المرجع السابق ، الفصل الخامس ، والذى اعتمدنا عليه بصفة أساسية .

حصول الدائن على دينه مزيدا بمبلغ معين هو " الفائدة".

وبصفة عامة، يظهر الائتمان – عادة – في المعاملات الاقتصادية والمالية التى يتخلى فيها المقرضون (مانحوا الائتمان) عن شئ ذى قيمة فى لحظة زمنية معينة فى مقابل وعود من المقترضين بالدفع فى المستقبل. والشئ المتخلى عنه قد يكون نقودا أو سلعة او خدمة او أى شكل من أشكال الحقوق المالية كالأسهم والسندات . ومع ذلك ، فالدين الحاصل نتيجة لذلك يكون عادة قابلا للدفع فى صورة نقود(١) . ومع تعدد الوظائف التى يؤديها الائتمان كان لابد أن تتعدد الأدوات الائتمانية لتتمشى مع صوره المختلفة ووظائفه المتعددة.

٢- أنواع الائتمان:

تتعدد صور الائتمان وأنواعه وفق معايير عديدة (٢) . فبحسب الغرض منه ينقسم الائتمان إلى ائتمان استثماري وائتمان تجارى وائتمان استهلاكي . وبحسب أجله يمكن أن نميز بين ائتمان طويل الأجل وائتمان قصير الأجل. وبحسب شخص المقترض ينقسم الائتمان إلى الائتمان الخاص والائتمان العام. وأخيرا حسب نوع الضمان المقدم للدائن ينقسم الائتمان إلى ائتمان شخصى وائتمان عينى.

٢-١- معيار الغرض من الائتمان :

وفقا لهذا المعيار ينقسم الائتمان إلى ائتمان استثمارى وائتمان تجارى وائتمان استهلاكى . أما الائتمان الاستثمارى فتلجأ إليه المشروعات عادة من أجل توفير احتياجاتها من رؤوس أموال ثابتة (أراضى ومنشآت وتجهيزات فنية مختلفة). وغالبا ما يكون هذا الائتمان طويل الأجل. وتمثل السندات الأداة المناسبة للحصول على مثل هذا الائتمان. أما إذا لجأت المشروعات إلى الائتمان بغرض تمويل جزء من رأسمالها العامل أو الجارى (مثل مشتريات

---

(١) حيث إنها مقياس المدفوعات المؤجلة

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر الدكتور احمد جامع ، المرجع السابق ، ص ٦٥ – ص ٦٧ ، والدكتور مصطفى رشدى شيحة ، المرجع السابق ، ص ٢٢٢ – ص ٢٢٤.

المواد الأولية وأجور العمال ومصاريف الصيانة والوقود..الخ) فنكون بصدد الائتمان التجارى . كذلك فقد يلجأ الأفراد من التجار لتمويل عمليات تصريف المنتجات التى يتاجرون فيها إلى مثل هذا النوع من الائتمان. ولما كانت نتيجة النشاط الجارى للمشروعات والأفراد إنما تتحقق بسرعة وفى خلال مدة محددة فإن الائتمان التجارى يكون عادة قصير الأجل. أما الأداة المناسبة لتداوله فهى الكمبيالات والسندات الإذنية . وأخيرا فقد يعقد الأفراد ائتمانا لتمويل احتياجاتهم من السلع المعمرة (كالسيارات والثلاجات..الخ) ويعرف هذا باسم " الائتمان الاستهلاكى" . وعادة ما يكون هذا الائتمان متوسط الأجل، ويأخذ شكل البيع بالتقسيط حيث يمنح المتجر البائع ائتمانا للفرد المشترى ، وفى الغالب يحصل هذا المتجر نفسه على ائتمان من البنك الذى يتعامل معه أو من المشروع الذى يشترى منه بضاعته أو حتى من بنوك متخصصة فى هذا الائتمان الاستهلاكى.

٢-٢- معيار أجل الائتمان:

وينقسم الائتمان وفقا للمدة إلى ائتمان قصير الأجل وائتمان متوسط الأجل وائتمان طويل الأجل. وتقل مدة الائتمان قصير الأجل عن عام وتبلغ عادة ثلاثة أو ستة أو تسعة اشهر، وهو يهدف إلى تمويل العمليات الجارية الصناعية والتجارية ويرتبط بدورة رأس المال المتكررة وبفترة استرداد قصيرة. وتعد أذونات الخزانة التى تصدرها الدولة صورة شائعة للائتمان قصير الأجل. أما الائتمان متوسط الأجل فتتراوح مدته عادة ما بين عام واحد وخمسة أعوام. ويستخدم عادة لتمويل احتياجات المشروعات فى بعض العمليات الرأسمالية (مثل تطوير الإنتاج أو القيام ببعض التوسعات أو شراء بعض العدد والآلات) وكذلك احتياجات الأفراد الى سلع استهلاكية معمرة. والائتمان طويل الأجل هو ماتزيد مدته على خمس سنوات بصفة عامة، وهو يستهدف عادة تقديم الأموال اللازمة لتمويل احتياجات المشروعات إلى رؤوس أموال ثابتة أو منح قروض لتمويل المشروعات.

٢-٣- معيار شخصية متلقى الائتمان:

وينقسم الائتمان هنا إلى الائتمان الخاص والائتمان العام. فالائتمان الخاص هو ما يعقده أشخاص القانون الخاص كالأفراد الطبيعيين والأشخاص الاعتبارية الخاصة كالشركات والمؤسسات الخاصة. وتعتمد قدرة الأشخاص فى الحصول على الائتمان على الثقة التى تتمتع بها لدى الائتمان وكذلك على الإيرادات المستقبلة المنتظر تحقيقها والتى ستدفع منها ديونها عندما يحين الأجل المحدد لذلك. أما الائتمان العام فهو ما تعقده الأشخاص العامة كالدولة والمحافظات ووحدات الحكم المختلفة . وتعتمد قدرة الدولة فى الحصول على الائتمان على المقدرة المالية لأفراد المجتمع ومؤسساته المصرفية وعلى الاستقرار السياسى الذى تتمتع به الحكومة وعلى مركزها المالى وعلى مدى محافظتها على تسديد ما سبق أن عقدته من قروض من قبل وعلى وقت إصدار القرض.

٢-٤- معيار ضمان الدين:

وطبقا لهذا المعيار ينقسم الائتمان إلى ائتمان شخصى، وائتمان عينى . وفى الائتمان الشخصى لايقدم المدين أية أموال ضمانا لتسديد دينه ويكتفى الدائن بالوعد الذى أخذه المدين على عاتقه بإبراء ذمته فى الأجل المحدد وبثقته فى تنفيذ هذا الوعد مستندا إلى شخصية المدين(حسن سمعته ومتانة مركزه المالى) . أما فى الائتمان العينى فيقدم المدين ضمانا عينيا كضمان لتسديد دينه، وعادة ما يشترط أن تكون قيمة الضمان أكبر من قيمة القرض ويسمى الفرق بين القيمتين باسم" هامش االضمان" وبالطبع تختلف قيمة هذا الهامش باختلاف نوع الضمان ونوع القرض وطبيعة الظروف المحيطة. وترجع أهمية الضمان أنه إذا تعذر على المدين سداد (أو امتنع عن ذلك) فى موعده يكون للائتمان العينى الأولوية فى السداد من العين الضامنة للقرض على أى ائتمان شخصى آخر قد يكون فى ذمة المدين نفسه لدائنين آخرين. ويكون الائتمان عينيا عادة فى حالة الصفقات الكبيرة أو الصفقات ذات المخاطر المرتفعة،

وعموما فهو يقترن بالقروض متوسطة وطويلة الأجل وهناك صور عديدة للائتمان العينى تختلف باختلاف نوع الضمان المقدم للحصول على القرض. ومن الصور الشائعة لهذا النوع من الائتمان نذكر بصفة خاصة[١] :

أولا: القروض بضمان بضائع: حيث تكون العين الضامنة للقروض من بضائع يودعها المدين لدى البنك مانح الائتمان . ويشترط أن تكون البضائع قابلة للتخزين والتأمين عليها. وأحيانا يسمح البنك بأن تظل البضائع فى مخازن المدين ولكنه يقوم برهنها رهنا حيازياً ويعين مندوبا له حارسا عليها.

ثانيا : القروض بتأمين كمبيالات: وهنا يقدم المدين كمبيالات مسحوبة لأمره من أشخاص آخرون معروفين لبنك وتكون هذه الكمبيالات مظهرة للبنك.

ثالثا: القروض بضمانات متنوعة : وهناك أنواع مختلفة من القروض تندرج تحت هذا النوع مثل السلف بضمان المرتبات، حيث يمكن للعامل بالقطاع العام أو الحكومة أن يحول مرتبه على أحد البنوك ويحصل على سلفة فى حدود مرتبه ثلاثة أشهر. وكذلك من أنواع هذه القروض اعتمادات المقاولين واعتمادات التصدير والاستيراد. وبالنسبة لاعتمادات المقاولين أحيانا يحتاج أحد المقاولين إلى تمويل عملية حكومية رست عليه، وهنا يتفق مع البنك على أن يفتح له اعتماد كنسبة من قيمة العملية ومقابل ذلك يتنازل للبنك عن المستخلصات التى يحصل عليها من الحكومة، حيث يقوم البنك بتحصيل هذه المبالغ ثم يخصم منها نسبة ما سبق إقراضه للمقاول، وكذلك يصرف له نسبة من رصيد العملية المتبقى بعد المستخلص ، وهكذا حتى نهاية المشروع حيث يتم إجراء تسوية نهائية مع المقاول. وبالنسبة لاعتمادات التصدير والاستيراد يقوم العميل عند عقد صفقات استيراد بعض السلع باللجوء إلى البنك لفتح اعتماد مستندى لصالح المصدر، وإذا لم يكن لدى المستورد ما يكفى لدفع قيمة

---

(١) الأستاذ الدكتور طلعت أسعد عبد الحميد ، إدارة البنوك ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ص ١٣٦ – ص ١٣٩ .

الاعتماد بالكامل فإن البنك يمنحه الائتمان اللازم مقابل التنازل عـن بـوالص الشحن. ثم يقوم بالإفراج عن السلع المستوردة وفق شروط الاعتماد المفتـوح مع المستورد. أما إذا كان العميل مصدرا ويحتاج الى الأموال فإنه عادة ما يتم تمويل هؤلاء المصدرين فى صورة تسهيلات للسحب على المكشوف فى حدود نسبة معينة وبضمان التنازل لصالح البنك عن اعتمادات التـصدير المفتوحـة لصالحهم . وكذلك يمنحون تسهيلات ائتمانية بضمان بضائع جاهزة للتـصدير بموجب إيصالات أمانة لمدد يتفق عليها، وعلى أن تسدد قيمة هذه الإيصالات من حصيلة شحن البضاعة فور ورودها والتى يتم التنازل عنها لصالح البنك. كما يمكن منح قروض بضمان مستندات الشحن الخاصة باعتمادات التـصدير الغير معززة والغير قابلة للإلغاء وفى حدود نسبة معينة من قيمة المستندات ، وتسدد هذه التسهيلات من حصيلة هذه المستندات.

المبحث الثانى

فى أهمية الائتمان وأدواته

١- أهمية الائتمان:

يمكن ان تتضح لنا أهمية الائتمان والدور الذى يلعبه إذا عرفنا أنه[١]:

أولا: يساعد الائتمان النقود القانونية فى استحداث قدر من وسائل الدفع يتناسب حجما ونوعا مع متطلبات الحياة الاقتصادية للمجتمع. ليس هذا فحسب بل إن الائتمان قد يسمح فى بعض الأحيان بالاستغناء عن القيود حيث يمكن عن طريقه أن يتم التعامل بين الأفراد دون حاجة لاستعمال النقود اكتفاءاً بتداول أوامر تسديد الديون بين بعضهم البعض بدلا من تداول النقود. ففى الولايات المتحدة الأمريكية مثلا يتم حوالى ٩٠% من قيمة المدفوعات فى الاقتصاد القومى بواسطة النقود الكتابية فى شكل شيكات، وتبلغ هذه النسبة حوالى ٨٠% فى إنجلترا و ٥٠% فى فرنسا.

ثانيا : يلعب الائتمان دورا كبيرا فى زيادة كفاءة عملية تخصيص الموارد فى المجتمع سواء فى مجال الاستهلاك أو فى مجال الإنتاج . ففى مجال الاستهلاك يسمح الائتمان للأفراد بتوزيع إنفاقهم عبر الزمن بالطريقة التى تحقق لهم أقصى إشباع كلى ممكن، وذلك إذا أحسن الفرد استغلال ما يحصل عليه من تسهيلات ائتمانية ، هذا فضلا عن تأثيره فى توسيع سوق السلع الاستهلاكية – المعمرة- مما يشجع على الإنتاج الكبير بكل ما يحققه من مزايا وفوائد. أما أهمية الائتمان فى مجال الإنتاج فتصل إلى حد أن الإنتاج الحديث لم يكن ليوجد وليستمر دون الائتمان [٢]. فالسمة الأساسية للإنتاج الحديث- كما هو معروف- هى التركز والتركيز لمحاولة الاستفادة من مزايا

---

(١) الأستاذ الدكتور عبد النعيم محمد مبارك ، النقود والصيرفة والسياسات النقدية ، الدار الجامعية بيروت ١٩٨٥ ، ص ٨٣ - ٨٤ .

(٢) د. أحمد جامع ، المرجع السابق ، ص ٦٩ .

الإنتاج الكبير. ويتضمن تركز رؤوس الأموال ازدياد حجم كل المشروعات نتيجة زيادة الاستثمارات الجديدة، بينما يقتصر التركز على ازدياد فى حجم بعض المشروعات على حساب غيرها. وفى كلتا الحالتين يساعد الائتمان المشروعات في الحصول على القروض . فإذا عرفنا أن المشروعات الكبيرة أقدر فى الحصول على القروض من المشروعات الصغيرة، لرأينا كيف يسهم الائتمان فى تركيز الأموال الإنتاجية لدى عدد قليل من المشروعات تتمتع بمزايا الإنتاج الكبير. وهذا الائتمان لايفيد المنتج وحده فحسب بل أنه يفيد المدخر أيضا الذى يمتلك أموالا ولايستطيع تدبير عملية استغلالها بنفسه. فعن كطريق المؤسسات المالية يمكن التوسط بين عارضى الأموال وطالبيها تحقيقا لفائدة الطرفين وتقليلا للمخاطر. وجدير بالذكر أن الاستغلال الأمثل للائتمان يمكن من تحويل الموارد الاقتصادية للمجتمع الى يد أكفأ المنتجين وأقدرهم على استغلالها فى عملية الإنتاج.

ثالثا: يلعب الائتمان أيضا دورا كبيرا فيما يتعلق بتحديد مستوى الدخل القومى النقدى ، حيث من المتوقع أن ينخفض مستوى الدخل إذا كان معدل خلق الدين (الائتمانى) ضئيلا، ويرتفع إذا كان كبيرا . فإذا افترضنا أن معدل التدفق السنوى للدخل القومى هو بليون جنيه مثلا وأن مستوى الدخل هذا يتفق مع مستوى العمالة الكاملة غير التضخمية. وبالطبع سوف ينتج هذا التدفق بأكمله كدخل للوحدات الاقتصادية المختلفة فى المجتمع (مثل القطاع العائلى والمؤسسات التجارية والوحدات الحكومية ..الخ) فإذا كانت كل وحدة من هذه الوحدات هى وحدة متعادلة بمعنى أن كلا منها ينفق على الناتج لأغراض الاستهلاك والاستثمار مقدارا مساويا تماما لدخلها الجارى، فسوف يتولد تيار الدخل القومى بمعدل مستقر. وسوف تعود كل المتحصلات الدخلية مرة أخرى إلى السوق فى صورة إنفاق على الناتج، وبهذا يتم المحافظة على مستويات الناتج والدخل. ونلاحظ أنه إذا كانت كل وحدة هى وحدة متعادلة ، فإنه يمكن المحافظة على تيار مستقر للدخل بدون خلق أى دين. فسوف تنفق كل وحدة

دخلها الذاتى الخاص بالكامل لا أكثر ولا أقل. غير أنه ليس من المتوقع ان يحدث هذا فى الاقتصاديات المعاصرة. فبعض الوحدات سوف تكون إما وحدات لديها فائض (تنفق على الناتج لأغراض الاستهلاك والاستثمار اقل من دخلها الجارى) أو وحدات لديها عجز (تنفق على الناتج لأغراض الاستهلاك والاستثمار أكبر من دخلها الجارى). وفى حالة الوحدات ذات الفائض فإنه نتيجة لهذه الفوائض لابد أن يظهر انخفاض فى تيار الإنفاق على الناتج وبالتالي على مستوى الدخل القومى النقدى، وذلك ما لم يتم إلغاء هذه الفوائض بشكل أو بآخر. وإذا كانت معدلات الأجور النقدية والأسعار مرنة مرونة كاملة فى الاتجاه الهبوطى ، فسوف تكون النتيجة الرئيسية لهذا الانخفاض فى الطلب النقدى عن الناتج، هى انخفاض مستويات الأسعار. أما إذا كانت معدلات الأجور النقدية والأسعار ليست تامة المرونة فى الاتجاه الهبوطى فلابد ان يحدث بعض الانخفاض فى الناتج الحقيقى ومستوى التشغيل .

وهنا يثور التساؤل: كيف يمكن تجنب مثل هذا الانخفاض فى الدخل القومى النقدى فى اقتصاد به وحدات لديها فائض؟ والإجابة على هذا التساؤل أنه يمكن تجنب هذا الانخفاض إذا أمكن أن نلغى الفائض الكلى لدى الوحدات ذات الفائض بعجز كلى لوحدات لديها عجز. وبطبيعة الحال، يتطلب هذا أن تتمكن الوحدات ذات العجز، بشكل أو بآخر ، من شراء الناتج الفائض الذى لم تقم الوحدات ذات الفائض بشرائه. وهناك أسلوبان رئيسيان لتحقيق هذا:

* إما عن طريق خلق وبيع حقوق ملكية بواسطة الوحدات ذات العجز وتسرب المدخرات النقدية مباشرة أو بطريقة غير مباشرة فى صورة شراء أسهم (حقوق ملكية) . وتأخذ مقادير كبيرة جدا منها بالفعل طريقا نحو الانفاق بهذه الصورة. ومع ذلك من المتوقع ألا يكون هذا وحده كافيا حيث قد لا تكون الوحدات ذات الفائض راغبة فى التخلي عن فوائضها الكلية للتبادل فى مقابل حقوق ملكية بالشروط التى تجعل المصدرين المحتملين على استعداد لخلق وإصدار حقوق ملكية بكل هذه القيمة.

* أو عن طريق خلق دين جديد. فبهذه الصورة يمكن أن تجد فوائض الوحدات ذات الفائض طريقها إلى الوحدات ذات العجز لإنفاقها على الاستهلاك والاستثمار.

٢- أدوات الائتمان:

ومن أهم هذه الأدوات نجد الأوراق التجارية والأوراق المالية . والأوراق التجارية تعتبر بمثابة أدوات للائتمان قصير الأجل ، بينما الأوراق المالية هى أدوات للائتمان طويل الأجل. ومن الجدير بالذكر أن النقود الورقية ذاتها تعد من بين أدوات الائتمان. وسنتناول هذه الأدوات بقدر من الإيجاز فيما يلى :

٢-١- الأوراق التجارية [(١)]:

وهى أدوات الائتمان قصير الأجل ومن أهمها نجد الكمبيالة والسند الإذنى والشيك وأذونات الخزانة. وأهم ما يميز هذه الأوراق سرعة تداولها وعدم تقيدها بالقيود المتعارف عليها فى قواعد القانون المدنى، كما أن العرف يدخل فى توفير قدر كبير من الضمان لها وإضفاء درجة من الثقة عليها. والكمبيالة هى صك أو ورقة تتضمن أمرا صادرا من الدائن(صاحب الكمبيالة) الى المدين (المسحوب عليه) بأن يدفع لشخص ثالث (المستفيد) فى تاريخ معين أو قابل للتعيين أو بمجرد الإطلاع ، مبلغا معينا. أما السند الإذنى فهو صك يتعهد فيه المدين (محرر السند) بدفع مبلغ معين فى تاريخ معين أو بمجرد الاطلاع لإذن المستفيد. وقد يكون التعهد بالدفع لحامل السند ويعرف السند فى هذه الحالة بأنه سند لحامله. ويتشابه السند الإذنى مع الكمبيالة فى أن كلاهما يعتبر وسيلة لآداء الدين الآجل وأنه قابل للتظهير وأن كل الموقعين عليه يتضامنون فى آداء قيمته، إلا أنهما يختلفان فى أن السند الإذنى لا يعتبر ورقة

---

(١) للوقوف على الطبيعة الخاصة لهذه الأوراق ، راجع مؤلف الأستاذ الدكتور مصطفى كمال طه ، الأوراق التجارية ، الدار الجامعية ، بيروت ١٩٩١ . مذكور فى د. عادل حشيش ، المرجع السابق ، ص ٨٨

تجارية إلا إذا كان نتيجة لعملية تجارية وفى أن استعماله يقتصر على العمليات الداخلية ولا ينسحب الى الشيك فهو ورقة تتضمن أمرا صادرا من الساحب الى المسحوب عليه بأن يدفع لإذن شخص ثالث أو لحامله مبلغا معينا بمجرد الاطلاع.

وهناك أداة ائتمانية قصيرة الأجل ليست من الأوراق التجارية وإن كانت تتشابه معها فى نواح كثيرة وهى أذونات الخزانة . وإذن الخزانة هو سند بدين على الحكومة قصير الأجل (ثلاث شهور فى العادة) ويتم تداوله بنفس طرق تناول الأوراق التجارية ويتميز عليها بكبر الضمان الذى يوفره لحامله لأن الضامن هو الحكومة. وعادة ما يكون هذا السند لحامله، ويتضمن بالضرورة فائدة على الدين الذى يمثله لصالح المستفيد، ويمكن خصمه لدى البنوك التجارية .

٢-٢- الأوراق المالية [١]:

وهى أدوات الائتمان طويل الأجل وأهمها الأسهم والسندات. وغير خاف أن الأسهم هى من قبيل حقوق الملكية . فحملة الأسهم هم شركاء فى رأس المال وبالتالى لايحصلون على فائدة وإنما يحققون أرباحاً أو يتحملون خسارة تبعا لما يسفر عنه المركز المالى للمشروع الذى أصدر هذه الأسهم . أما السندات فهى بمثابة أدوات ائتمان قد تصدرها الحكومات أو المشروعات. والمكتتبون فى هذه السندات لايكونون شركاء فى رأس المال وإنما مجرد دائنين. ومن ثم يتعين أن يتقاضوا فائدة بسعر ثابت يتحدد مقدما[٢] ويستمر حقهم فى تقاضيه حتى تاريخ استهلاك الدين من الجهة التى أصدرته.

---

(١) وسوف نتعرض لهذا الموضوع بمزيد من التفصيل فيما بعد .

(٢) هذا لايمنع من ظهور العديد من الصور والنماذج المختلفة للقروض السندية فى السوق المالى المعاصر كما سنرى فيما بعد .

٢-٣- النقود الورقية:

وهى تعتبر من بين أدوات الائتمان وليس أدل على ذلك من أنها تسمى أحيانا بالنقود الورقية الائتمانية دلالة على أن قبول الأفراد لها وتداولها بينهم إنما يتوقف على درجة ثقتهم فى الجهة المصدرة لها وهى الدولة . ولذلك فإن الذى له حق إصدار هذا النوع من الائتمان هو الدولة فقط وإن كان ينوب عنها فى الإصدار البنك المركزى باعتباره بنك الحكومة. وتتمتع النقود بميزة كبرى هى قبولها العام كوسيط فى المبادلات أو سيولتها الكاملة ، وذلك بخلاف أدوات الائتمان الأخرى التى تتمتع بقدر فقط من السيولة كبيرا كان أم صغيرا .

المبحث الثالث

أسواق الائتمان

جرى العرف على تقسيم الأسواق التمويلية[1] بصفة عامة الى سوقين رئيسيين : أولاهما سوق النقود ، وثانتيهما سوق رأس المال . وقد تدق التفرقة بينهما بسبب تشابك العلاقات، وارتباط الوظائف ، وتشابه المؤسسات المتعاملة فى كليهما . أما السوق الأولى فتتعلق بالمعاملات قصيرة الأجل (التى لاتجاوز سنة) ويتولى الجهاز المصرفى ، ممثلا فى البنك المركزى والبنوك التجارية القيام بهذه العمليات بما فى ذلك تقديم التسهيلات الائتمانية الصناعية والتجارية والاستهلاكية . وتعتمد المؤسسات النقدية فى تقديمها لهذا الائتمان على ما تحوزه من أصول نقدية سائلة بطبيعتها (نقود ونقود ودائع). وتختص السوق الثانية بالمعاملات ذات الأجل المتوسط والطويل ، وتنقسم بدورها إلى سوقين فرعيتين ، بتعامل إحداهما عن طريق الأوراق المالية ، بينما تتعامل الأخرى عن غير طريق الأوراق المالية ، ويقوم بهذه العمليات مؤسسات ادخارية واستثمارية خاصة – مصرفية – تعتمد فى تأدية وظائفها على مواردها من الادخارات التى يرغب أصحابها فى استغلالها لمدد طويلة .

إلا أن هذه التفرقة غير ذى أهمية عملية فى الاقتصاد المعاصر . بداءة لأن مشكلة التمويل ككل لاترتبط بمدد ما دام النشاط الإنتاجى أو التجارى هو عملية متجددة ومستمرة من خلال الزمن. وثانيا لأن أدوات الدفع الممثلة للقوة الشرائية لم تعد تقتصر على الأصول السائلة بطبيعتها (نقود قانونية ونقود ودائع) . فالسيولة ذات معنى متسع وتشمل كل أصل نقدى أو مالى يمكن أن يعتبر ممثلا لقوة شرائية ذات معينة . وتلعب الودائع الادخارية الآن دورا متزايدا فى عملية التمويل قصير الأجل أو طويل الأجل على حد سواء. وثالثا بسبب وحدة مصادر التمويل ، أى أن المدخرين (أى العارضين للأموال) قد

---

(١) فى هذا الموضوع انظر د. مصطفى رشدى شيحة ، المرجع السابق ، ص٣٤٣ وما بعدها.

يختارون مباشرة سوق النقد أو سوق رأس المال أو الاثنتين معا ، وهذا الاختيار يتوقف على سياستهم الاستثمارية وتفضيلهم للسيولة والعائد المتوقع ، وقد يتوقف أيضا على بعض الاعتبارات النفسية والاجتماعية. ورابعا لأن مجال الاختيار يتسع أيضا لمستخدمى الأموال أو طالبى التمويل . فقد يحصل البعض ممن ينتمون إلى سوق معينة بحكم طبيعة أنشطتهم على ما يحتاجونه من مال من السوق الأخرى . وأخيرا لأن المؤسسات النقدية والمالية الوسيطة تستطيع بإمكاناتها المالية تفادى التناقضات بين رغبات المدخرين أو العارضين ورغبات المقترضين أو الطالبين ، وبذلك تتمكن من إجراء الكثير من التحويلات النقدية والمالية من سوق إلى أخرى .

ولذا فمن الأفضل بدلا من الدراسة المنفصلة لكل سوق ولكل علاقة ، أن نتكلم عن سوق تمويلية متسعة من خلالها تخلق قوى شرائية مختلفة مستمدة من عديد من الأصول المالية والنقدية ، وتشتمل على العلاقات النقدية وعلاقات رأس المال. وهى علاقات متكاملة ، حيث تعبر السوق والعلاقات النقدية عن مرحلة تجيع المدخرات ، وتعبر السوق وعلاقات رأس المال عن مرحلة استخدام هذه الادخارات . وتقوم فيها المؤسسات النقدية والمالية بكافة أشكالها ، بعملية التوفيق والوساطة بين مرحلة الحصول على الادخار ومرحلة إعدادها للاستثمار فالهدف الأساسى من الأسواق التمويلية هو تجميع واستخدام كافة الأصول الممولة للقوة الشرائية لتحقيق تراكم رؤوس الأموال ونجاح هذه الأسواق يتوقف على مدى مساهمة السوق والعلاقات النقدية فى تدعيم وإمداد سوق رأس المال باحتياجاتها(١).

وفيما يلى نتناول بشئ من البيان كل سوق من السوقين .

السوق النقدية :

السوق النقدية هى تجمع موضوعى وشخصى ، بهدف التعامل فى الأصول

---

(١) الأمر الذى سوف نعالجه فيما بعد .

النقدية ، فموضوع المبادلة فى هذه السوق يتعلق بنوع خاص من الأصول الرئيسية هى سيولتها النسبية. والسيولة تعنى القدرة على التحول إلى نقود قانونية خلال مدة قصيرة، وبأقل قدر ممكن من الخسارة أو الخطر. وهى تتعدد فى أشكالها وأحجامها وأهمها: أذون الخزانة والأوراق التجارية، والقروض المباشرة ، وكلها تمثل سندات تعبر عن مديونية قصيرة الأجل . أما الأشخاص الاقتصادية المتعاملة فى السوق ، فهى تتكون أساسا من المؤسسات النقدية والمالية (البنك المركزى - البنوك- التجارية - شركات التأمين .. الخ) ، باعتبارهم وسطاء بين الأفراد والمشروعات والحكومة ، يتلقون ادخاراتهم ، ويمدونهم فى الوقت ذاته بالأموال اللازمة لتأمين نشاطهم الاقتصادى . وإذا كان لكل سوق ثمن تتقابل عنده هذه الإيرادات ، فسعر الفائدة هو ثمن التوازن فى السوق النقدية . وسعر الفائدة باعتباره الثمن الذى يسود فى سوق المنافسة النقدية، يفترض فيه أن يكون موحدا وموضوعيا بالنسبة لجميع المعاملات،وفى ذات اللحظة أو المكان . وهذا غير متحقق - واقعيا - بسبب طبيعة العلاقات الشخصية بين المقترض والمقرض واختلاف الموضوع والقرض والمدة بالنسبة لكل قرض، وما يترتب على ذلك من تغاير الخطر ونفقات الدين. وفى إطار السوق النقدية يمكن ان نميز بين سوقين هما (١):

* السوق الأولية التى يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المركز المالى للمقترض وسمعته المالية.

* السوق الثانوية التى يجرى فيها تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.

أى أن السوق الأولية محلها إصدارات تمثل البيع الأول لأدوات الدين ، بينما السوق الثانوية محلها "إصدارات مستعملة" - إذا صح التعبير - يتم

---

(١) د. عادل احمد حشيش ، المرجع السابق ، ص ٩٠ - ١٠٢.

تداولها بين مشتريها الأول ومشترين آخرين. والسوق الثانوية تفوق فى أهميتها السوق الأولية لدرجة أنه عندما يذكر سوق النقد يكون المقصود بهـا السوق الثانوية للنقد. وتتكون سوق النقد الثانوية بصفة عامة من سوقين فرعيتين على حسب نوع العمليات التى تتم فى كل منهما وهما : سـوق الخـصم وسـوق القروض قصيرة الأجل.

١ -١ - سوق الخصم :

فى هذه السوق يتم خصم أدوات الائتمان قصير الأجل والتى من أهمها :

١- ١- ١- الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والـسندات الإذنيـة) وهى إصدارات تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية. وحيـث أن أجـل اسـتحقاق هـذه الإصدارات يكون قصيرا ففى العادة يفضل معظم حائزيها من المستثمرين أن يحتفظوا بها حتى أجل السداد عن أن يقوموا ببيعها . ولذلك تكون سوق تداول هذه الأوراق ضعيفة نسبيا، الأمر الذى ينعكس على تعرض أسعارها فى العادة لتقلبات كبيرة.

١ -١ -٢- القبولات المصرفية : وهى سندات مسحوبة على بنك مـن قبل عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددا من المال فى المستقبل فى موعد محدد سلفا. وعادة تكون العمولة التى يحصل عليها البنك الذى يقبل هذه السندات فى صورة مبلغ محدد مخـصوم سـلفا لا يتغير بشكل عام وتعرف بأنها عمولة "مقطوعة" . كذلك فإن عامل المخـاطرة على القبول يكون صغيرا نسبيا ولذلك فإن معدلات الفائدة المدفوعة عليه تكون منخفضة. وتظهر الحاجة إلى القبولات المصرفية بصفة خاصة فـى ميـدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية. وبالطبع يتضمن القبول تعهد المصرف بدفع قيمة السند أو الكمبيالة المسحوب على العميل إذا لم يدفعها هو (العميل) للدائن عند الاستحقاق، وهذا التعهد يزيد من قوة وضمان السند ويصبح معه ورقة من

الدرجة الأولى من السهل بيعها. وأحيانا تقوم بعض البنوك الكبـــرى بـــشراء السندات التى تقبلها ويحدث ذلك عندما يتحقق لديها احتياطيات نقديـــة تفـــوق النسب القانونية المقررة ، وبالطبع تقوم ببيع جـــزء منهـــا عنـــدما تـــنخفض احتياطياتها وتقترب من النسبة القانونية . وبالنسبة للأوراق التجارية والقبولات المصرفية يكون قوام سوق الخصم من المشروعات التى تقدم أوراقا للخـــصم والبنوك التجارية وبيوت الخصم والقبول المتخصصة.

١-١-٣ أذونات الخزانة: وهى سندات دين تـــصدرها الحكومـــة لآجـــال تتراوح بين ثلاثة وستة أشهر تقوم بطرحها فى السوق عادة عن طريق البنـــك المركزى ويتقدم لخصم هذه الأذون جميع العاملين فى سوق النقد. ويتم تداول هذه السندات عن طريق بيعها فى المزاد العلنى باستخدام مبدأ الخصم، أى تباع بسعر أقل من السعر الرسمى الذى تصدر به ، وقيمة هذا الخصم تمثل الفائـــدة التى يحصل عليها حائزها حيث تدفع قيمتها الإسمية كاملة عنـــد الاســـتحقاق. وتكون هذه السندات صالحة أيضا لإعادة الخصم لدى البنك المركزى فى كـــل وقت. وعادة ما يتم إصدار هذه الإذونات فى كل شهر بحيث يتم بالإصدارات الجديدة تعويض الإصدارات التى حل أجل استحقاقها. وبالطبع قد تختلف قيمة إجمالى المصدر منها عن قيمة إجمالى المستحق زيادة أو نقصانا حسب ما إذا كانت الحكومة فى حاجة إلى أموال إضافية أو ترغب فى تصفية جانـــب مـــن السندات القائمة.

١ - ٢ - سوق القروض قصيرة الأجل :

وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التى تعقد لآجـــال قـــصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة. ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصـــصة فى منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى. وهنالك علاقة عكـــسية بـــين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض بحيث يصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل فى بعض أسواق النقد المتقدمة فى أوروبا الـــى ليلـــة

واحدة ، بحيث يتم تجديد آجال القرض فى كل يوم لليوم التالى. ويكون بالطبع من حق الدائن أن يمتنع عن التجديد فى أى يوم.

ومن الجدير بالذكر أنه كلما اتسع نطاق التعامل فى سوق الخصم وكلما تضاءل الحد الأدنى لفترة الاقتراض قصير الأجل ، كلما كانت سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة. وغير خاف أن سوق النقد فى الدول المتخلفة لا تكون بالاتساع المشاهد فى الدول المتقدمة وذلك لعدم توافر فرص الاستثمار المأمون لفترات قصيرة فى هذه الدول فضلاً عن أن معظم العمليات التجارية التى تتم فيها تسوى نقدا.

وترجع أهمية سوق النقد إلى طبيعة الخدمات المتعددة التى تقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية فى المجتمع، فمن وجهة نظر الاقتصاد القومى يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقترض على الأموال التى يحتاجها كما يؤمن للمقرض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة. ومن وجهة نظر البنوك المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة فى التأثير على حجم احتياطات البنوك التجارية ، وبالتالى فى التأثير على مستويات الفائدة سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسات النقدية .

٢ - سوق رأس المال :

تختص هذه السوق بالمعاملات ذات الأجل المتوسط والطويل ، وتنقسم بدورها إلى سوقين فرعيتين ، تتعامل إحداهما عن طريق الأوراق المالية بينما تتعامل الأخرى عن غير طريق الأوراق المالية. ويمكن إجمال أهم المؤسسات التى تندرج تحت سوق المال فى مجموعتين ، مجموعة مصرفية ، تضم البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار، ومجموعة غير مصرفية، وتعتمد على شركات الاستثمار بمختلف أنواعها ، شركات التأمين ، وشركات الأوراق المالية أو أمناء الاكتتاب ، ونوادى الاستثمار ، ومؤسسات التأمين الاجتماعى ،

وصناديق التأمين والادخار ويأتى العرض فى هذه السوق من فئات عديدة من المدخرين كل يرغب فى توظيف أمواله لأمد طويل . أما الطلب فيأتى من جانب المنظمين الراغبين فى استثمار هذه الأموال فى مشروعات طويلة الأجل. وكما هو الحال فى سوق النقد فإن لسوق رأس المال أيضا سوقا أولية يجرى فيها الإصدارات الجديدة، وسوقا ثانوية يجرى فيها تداول الإصدارات القائمة.

٢-١- **السوق الأولية :** وهى سوق الإصدار أو الاكتتاب . ومن الجدير بالذكر أن التعامل فى السوق الأولية لرأس المال يأخذ إما شكل قروض أو شكل مساهمة فى رؤوس أموال المشروعات خصوصا لشركات المساهمة. ويتم الاقتراض او المساهمة وفقا لاتفاقات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدينين (بالنسبة للقروض) وبين الشركاء (بالنسبة للمساهمة فى رؤوس الأموال) كما قد يتم وفقا لاتفاقات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار السندات (فى حالة القروض) أو طرح الأسهم للاكتتاب (فى حالة المساهمة فى رؤوس الأموال) . ويقوم الوسطاء الماليون بدور كبير فى إنجاز هذه الاتفاقات بنوعيها. وهناك ثلاثة أنواع من العروض يقدمها الوسطاء الماليون لطالبى الأموال فى هذا الصدد، هى:

٢-١-١-**عروض الاكتتاب الكامل:** وفيها يلتزم الوسيط المالى بضمان توفير المبلغ المطلوب فى العملية بالكامل أيا كانت استجابة السوق. فمثلا إذا كانت هناك وحدة ذات عجز (سواء كانت حكومة او مصرف أو مؤسسة عامة أو شركة كبرى) وأرادت الحصول على قرض (اتفاق مباشر) أو إصدار سندات (اتفاق غير مباشر) فإنها تلجأ إلى وسيط مالى وليكن مصرفا كبيرا ليتولى إدارة هذه العملية . ويقوم هذا الوسيط بنفسه أو بالاتفاق مع عدد من المصارف أو الوسطاء الآخرين بالاكتتاب فى هذا القرض أو هذه السندات بالكامل. ويعرف البنك الأول باسم "البنك الرائد" بينما يعرف البنك الآخر المشترك معه فى العملية باسم " البنوك المشاركة" وبالطبع قد تنجح هذه

المجموعة من الوسطاء الماليين والتى تعرف باسم " مجموعة الإدارة " فى إعادة تسويق العملية (القرض أو السندات) أى توزيعها كليا أو جزء منها على مكتتبين آخرين وقد لاتنجح . المهم أن المدين الأصلى قد ضمن ، عن طريق الاكتتاب الكامل، الحصول على المبلغ الذى يحتاجه بالكامل. ويسرى المنطق نفسه فى حال المساهمة فى رووس الأموال أو طرح الأسهم.

١-١-٢ – **عروض بذل أقصى الجهد:** وفيها يلتزم الوسيط (مجموعة الإدارة التى تشمل البنك الرائد والبنوك المشاركة) ببذل أقصى جهدها لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية . ولكنها لاتقدم فى النهاية إلى المدين إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية أيا كانت نسبتها الى إجمالى العملية .

٢-١-٣- **العروض المزدوجة** : وتلتزم فيها مجموعة الإدارة التزاما نهائيا بتقديم مبلغ معين (أو نسبة معينة) من إجمالى العملية والباقى تبذل فيه أقصى الجهد.

٢-٢- السوق الثانوية :

وهى سوق التداول ، وكما ذكرنا فهناك عدة إصدارات طويلة الأجل يتم تداولها ، لكل منها سوق متميزة للتداول . غير أن عمليات سوق الأوراق المالية تمثل الجانب الأكبر من المعاملات فى سوق رأس المال فى الدول المتقدمة لدرجة أن البعض ينظر إليها على أنها وحدها التى تمثل سوق رأس المال.والتعامل فى سوق الأوراق المالية الثانوية (البورصة) لا ينحصر فقط فى العمليات العاجلة (التى تصفى فورا بدفع قيمة الأوراق واستلامها) وإنما ينسحب أيضا إلى العمليات الآجلة (التى تعقد ولا تصفى إلا فى مواعيد محددة). والعمليات العاجلة تمثل المعاملات التى تستهدف بالفعل توظيفا حقيقيا للأموال بهدف الحصول على ربح سنوى من عائد الأوراق المشتراه بينما يكون هدف العمليات الآجلة عادة هو المضاربة. فالعمليات الآجلة يقوم بها طائفة من الأفراد بهدف الاستفادة من تقلبات أسعار الأوراق المالية خلال الفترة

التى تظل فيها العمليات قائمة دون تصفية.

وعلى الرغم من صعوبة التفرقة بين كل من سوق النقد وسوق رأس المال لصعوبة الفصل بين طبيعة عملياتها كما سبق القول- فإنه يمكن ايجاز ما بينهما من اختلافات فيما يلى :

أولا: تتعامل السوق النقدية فى الائتمان قصير الأجل . أما سوق رأس المال فتتعامل فى الائتمان طويل الأجل . ومن هنا كان سعر الفائدة فى سوق رأس المال أعلى منه فى السوق النقدية.

ثانيا – السوق النقدية تعتمد فى عملياتها على الودائع أما سوق رأس المال فهى لا تتلقى ودائع، وإنما تعتمد فى تقديم الائتمان على سوق رأسمال البنوك وعلى القروض التى تعقدها فى السوق لنفسها والتى تصدرها فى صورة سندات.

ثالثا – السوق النقدية تمول التجارة وغرضها تيسير عملياتها. أما سوق رأس المال فتمول الصناعة والزراعة وعمليات اكتساب وتحسين العقارات.

رابعا- السوق النقدية تتعامل فيما يسمى الأوراق التجارية من الكمبيالات والسندات الإذنية والشيكات. أما سوق رأس المال فتتعامل فى الأوراق المالية من أسهم وسندات فضلا عن القروض طويلة الأجلة.

خامسا – السوق النقدية تزود المشروعات برأسمالها العامل. أما سوق رأس المال فتزودها برأس المال اللازم للتأسيس أو التنمية .

سادسا – يمكن القول بأن السوق النقدية هى سوق الادخار ، أى السوق التى تحرك الأموال السائلة التى يرغب أصحابها فى ادخارها ، أما سوق رأس المال فهى سوق استثمارى ، أى السوق التى تحرك الأموال التى تسعى وراء الاستثمار ، سواء فى البنوك حيث تستثمر أو فى البورصة حيث توظف.

الفصل الثانى

البنوك التجارية

سنتناول فى هذا الفصل دراسة عدد من النقاط كل فى مبحث مستقل هى :

المبحث الأول : فى ماهية البنوك التجارية ووظائفها

المبحث الثانى : فى ميزانية البنك التجارى

المبحث الأول

ماهية البنوك التجارية ووظائفها

١ - تطور الفن المصرفى :

لم تنشأ البنوك فى صورتها الراهنة ، ولم تظهر دفعة واحدة مكتملة المعالم ، وإنما كانت هذه النشأة وليدة تطور طويل قام على أنقاض مجموعة من النظم البدائية سابقة عليها كانت تتولى عمليات الائتمان فى صورتها الأولى، وهى كبار التجار والمرابين ورجال الصناعة . ولقد تمكنت البنوك الحديثة فى القضاء عليها والحلول محلها(١).

١ - ١ - كبار التجار :

فالبنوك الحديثة هى وريثة أولئك التجار الذين كانوا لشهرتهم موضع ثقة التجار والأفراد المحيطين بهم. وكانوا يساعدون بأموالهم على تنشيط التجارة ومعاونة التجار ، ومن هنا ائتمنهم الأفراد واستودعوهم نقودهم . ومن هنا أيضا بدأ التاجر يصبح وديعا تودع لديه نقود الأفراد ويحصلون فى مقابلها على شهادات إيداعها . وفى هذه المرحلة كان التاجر يتعهد بحراسة النقود نظير عمولة يحصلها.

١- ٢- - المرابون العاديون:

فالبنوك الحديثة هى وريثة المرابين الذين كانوا يقرضون أموالهم فى مقابل عمولة كانت فى البداية كبيرة. والمرابى يستخدم أمواله الخاصة فى الإقراض ويتقاضى فى مقابل هذه الخدمة مبلغا من النقود كان يسمى ربا.

---

(١) انظر فى ذلك د. عادل احمد حشيش ، المرجع السابق ، ص ١٠٦ - ص ١٠٨ ، والأستاذ الدكتور فؤاد مرسى ، النقود والبنوك ، الطبعة الأولى ، ١٩٥٨ ، ص ١٣٩ وما بعدها.

١ – ٣ – الصاغة :

والبنوك الحديثة هى وريثة الصاغة الذين كانوا يشتغلون بتجارة الحلى والمعادن. ومن هذه التجارة اكتسبوا خبرة بعيار المعادن وبأسعارها أى بسوقها وكان الأفراد يتجهون إليهم فى البداية للكشف عن عيار النقود المعدنية . ثم تطور الأمر فكانوا يبيعون العملات المعدنية من كل الأنواع. ثم بدأوا يحصلون على أموال بصفة وديعة لديهم وفى حراستهم فى مقابل شهادات إيداع . وبذلك جمعوا إلى جانب مهنتهم الأصلية وهى الصياغة مهنة أخرى هى أعمال الصرافة والصرف.

تلك هى نظم الائتمان التى سبقت البنوك، والتى مهدت لنشأتها وظهورها. ومن السهل علينا أن نتبين الفروق بين البنوك الحديثة وبين النظم السابقة لها. فالبنوك الحديثة لاتقف عند حراسة ودائع العملاء كما كان يفعل أشهر التجار، وهى لاتقف عند حد فتح القروض من أموالها الخاصة كما كان يفعل المرابون، وهى أخيرا لاتكتفى بعمليات الصرف والصرافة وحدها كما كان يفعل الصاغة. وإنما تقوم البنوك بكل هذه العمليات من صرف وصرافة ومن منح القروض ومن قبول الودائع. والجديد فى هذه البنوك هو أنها تمنح القروض لا من أموالها وحدها وإنما من ودائع العملاء أيضا فهى تقترض لتقرض. وأكثر من هذا فإن البنوك الحديثة لم تعد تقتصر على منح القروض من النقود التى أودعت لديها فعلا وإنما صارت تمنحها من ودائع العملاء ومن ودائع أخرى خلقها البنوك خلقا ، تخلقها من لاشئ . ولذلك اتسعت مقدرتها على الإقراض ومنح الائتمان الى حد بعيد.

تلك النشأة التاريخية أثرت على طبيعة البنوك الحديثة وعلى عملياتها. فالبنوك الحديثة قد تكونت على أيدى التجار وفى خدمة التجارة وبصفة خاصة التجارة الخارجية . ولقد كان لهذا الأصل التاريخى طابعه الواضح على البنوك حتى اليوم ، فالبنوك الأولى هى بنوك تقوم بدور التجار فى تمويل التجارة ، وهى بنوك تجارية . وهذه البنوك التجارية ، هى أهم البنوك الحديثة جميعا.

والبنوك الحديثة قد نشأت أول ما نشأت عندما قبلت ودائع العملاء ، أى حينما أصبحت مدينة لهم بقيمتها ، أى أنها قد انشأت على أساس الاقتراض من العملاء والتعهد بالدفع فيما بعد . ثم خطت خطوة أخرى عندما بدأت تقرض من هذه الودائع وبهذا جمعت بين عمليتى الاقتراض والإقراض معا ، أى جمعت بين عمليتى قبول الودائع والإقراض ، وكان الجمع بين هاتين العمليتين هو الذى مكن البنوك فيما بعد من تقديم الائتمان فى أرقى صورة له ، وهى صورة خلق الودائع .

وهكذا نشأت البنوك وتكونت بوصفها مؤسسات مهمتها توفير الائتمان فقد كانت البنوك الأولى بنوكا تجارية فقط تقترض وتقرض. ثم تعددت وظائف النوك التجارية وتنوعت ، وقامت إلى جانبها بنوك أخرى عديدة يقدم كل منها ائتمانا من نوع معين . وبذلك أصبحت للبنوك فى مجموعها وظائف تتلخص فى توفير الائتمان . ولكنها تتمثل فى وظيفتين أساسيتين إحداهما نقدية والأخرى تمويلية . أما الوظيفة الأولى فتتلخص فى تزويد الجماعة بالنقود وتنظيم تداولها فيها . وأما الوظيفة الثانية فتختص بتوفير رؤوس الأموال وتنظيم تداولها . وهى تباشر عملها هذا مستهدية برغبتها فى تحقيق الأرباح ومن خلال سعيها إلى الربح استطاعت هذه البنوك ان تطور وظائفها وتنوعها.

١- تعريف البنوك التجارية :

البنوك التجارية مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساسا بتلقى ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير والتعامل بصفة أساسية فى الائتمان قصير الأجل . ويطلق على هذه البنوك أيضا اصطلاح " بنوك الودائع" (١). وعلى ذلك ، لاتعتبر بنوكا تجارية ما لا يضطلع بقبول

---

(١) وتتعدد أسماء هذا النوع من البنوك ، ففى إنجلترا تعرف ببنوك الودائع Deposit Banks أو البنوك التجارية Commercial Banks وفى بقية الدول الأوروبية تعرف ببنوك الائتمان Credit Banks وفى الولايات المتحدة تعرف بالبنوك الأهلية National Banks وهذه تعمل بمقتضى القانون الاتحادى (الفيدرالى) ، أو بنوك المقاطعات وتخضع لقانون المقاطعة التى=

الودائع القابلة للسحب لدى الطلب من المؤسسات الائتمانية ، أو ما ينحصر نشاطه الأساسى فى مزاولة عمليات الائتمان فى الأجل الطويل كبنوك الادخار وبنوك الرهن العقارى وما إليها(١).

ومع ذلك فقد اتجه التطور المصرفى عموما إلى اتساع نطاق العمليات التى تزاولها البنوك التجارية . فلم يعد يقتصر هذا النوع من البنوك على القيام بعلميات الائتمان قصيرة الأجل كتلقى الودائع الجارية من الأفراد والمشروعات، وخصم الكمبيالات وتقديم القروض قصيرة الأجل إلى التجارة والصناعة سدا لحاجتيهما لرؤوس الأموال العاملة فحسب ، وإنما ذهب التطور المصرفى فى كثير من البلدان إلى اضطلاع البنوك التجارية أيضا بكثير من وجوه النشاط التى تتوافر عليها " بنوك الأعمال " كتزويد الصناعة والهيئات العامة بالائتمان طويل الأجل اللازم لتمويل رؤوس الأموال الثابتة أو توسيعها، وشراء السندات الحكومية وغير الحكومية وإلى المشاركة فى بعض الأحيان فى المشروعات الصناعية .

والواقع أن تقسيم البنوك إلى بنوك تجارية وغير تجارية لايرجع بصفة جوهرية إلى عامل التخصص. ذلك أن مدى تخصص البنوك إنما يرجع لعوامل متصلة بالتطور الاقتصادى ، وتختلف هذه العوامل بطبيعة الحال من بلد إلى آخر، بل من وقت إلى وقت آخر بالنسبة للبلد الواحد. وإنما يتحصل جوهر التفرقة بين نوعى البنوك فيما تتميز به البنوك التجارية وحدها من مقدرة على خلق النقود أى على إصدار وسائل الدفع. فالخصيصة الأساسية التى تتميز بها البنوك التجارية عن سائر الوسطاء هى قدرتها على خلق النقود فى شكل ودائع تحت الطلب قابلة للسحب عليها بشيكات فى الحال ، أى النقود

= تنشأ فيها، أو البنوك الخاصة Private Banks وقد كانت تسير فى أعمالها وفق القانون الذى تخضع له المنشآت الخاصة قبل أن تحصل على قانون من السلطة العامة ثم فرضت عليها السلطات الأمريكية أن تتبع نظم البنوك الأخرى . د. عبد العزيز مرعى ود. عيسى عبده ، المرجع السابق ، ص ٣٤٢.

(١) د. محمد زكى شافعى ، المرجع السابق ، ص ١٧٨ – ص ١٨٠.

الكتابية بعبارة أخرى . ومن هنا كانت البنوك التجارية محل الاهتمام الأول فى سياق الدراسات النقدية على العموم . بل لقد جرى العرف الاقتصادى على إطلاق لفظ البنوك مجردا بلا تمييز على البنوك التجارية وحدها دون غيرها من مؤسسات الائتمان.

وقد استقرت البنوك التجارية كمؤسسات موضع ثقة المتعاملين معها وبحيث تقوم دائما بالوفاء بتعهداتها عند المطالبة ، مما نشأ عنه شعور عام بالثقة فى الديون التى تتحملها هذه البنوك . ولذلك ما لبث أن نشأ لدى الأفراد نوع من القبول العام للديون التى تصدر عن هذه البنوك التجارية ، ومن ثم فقد استقر معظم الأفراد على قبول الشيك الذى يقدم لهم كوسيلة لتسوية الديون. على أنه ينبغى ملاحظة أن الذى يقبل فى تسوية الدين ليس الشيك ذاته ولكن مديونية البنك، أما الشيك فإنه لايعدو أن يكون سوى الوسيلة التى تنقل بها هذه المديونية من شخص لآخر. (١)

وبمجرد أن استقر العرف على قبول ديون البنك التجارى أو الودائع كوسيلة لتسوية المدفوعات بين الأفراد ، أصبحت هذه الودائع نقودا وذلك لأنها أصبحت تقوم بوظيفة الوسيط فى التبادل بالنظر إلى تمتعها بالقبول العام. وهذا القبول العام لا يستند الى تدخل القانون ، فالودائع لا تعتبر والحال كذلك نقودا ذات سعر قانونى، بل يرجع فى الواقع إلى العرف واستقرار العادة على قبولها فى تسوية المدفوعات بالتدخل لتوفير الضمانات لهذا النوع من المعاملات(٢). ولما كان جوهر عمليات البنك هو التعامل فى الالتزامات ، فإن البنك التجارى ، وهو يقوم بتبادل الالتزامات ، فإنه يؤدى الى زيادة وسائل الدفع ، وذلك بالنظر الى أن التزامات البنك تتمتع بالقبول العام.

---

(١) د. حازم الببلاوى ، المرجع السابق ، ص ٢٥ – ص ٢٧.

(٢) ففى كثير من الدول يتدخل لقانون لتوفير حماية خاصة للشيك ، من ذلك وضع عقوبة جنائية لجريمة شيك بدون رصيد . فهذه حماية قانونية خاصة للشيك دون غيره من الأوراق التجارية .

٣- وظائف البنوك التجارية :

تقوم البنوك التجارية – إلى جانب وظيفتها الرئيسية فـــى خلـــق نقـــود الودائع – بثلاث وظائف أساسية هى قبول الودائع ومـــنح الائتمـــان وخـــصم الأوراق التجارية . هذا فضلا عن تقديم العديد من الخدمات المرتبطـــة بتلـــك الوظائف وأهمها ما يلى [١]:

أولا: قيام البنك التجارى بتحصيل مستحقات عملائـــه مـــن مـــصادرها المختلفة سواء تعلقت هذه المستحقات بشيكات أو بكمبيالات أو بسندات إذنيـــة مسحوبة لصالحها أو باسمهم أو بسندات وأسهم يمتلكونهـــا أو غيـــر هـــذا ، وكذلك بدفع ديونهم لمستحقيها ، وذلك كله فى داخل الدولة أو فى خارجها.

ثانيا : قيام البنك بتجميع مدخرات عملائه فى شراء أصول ذات ســـيولة مرتفعة أو استثمارها ، وذلك بواسطة إدارة متخصصة فى البنك تعرف عـــادة بإدارة الاستثمار.

ثالثا : استبدال البنك للعملات الأجنبية بعملة وطنية ، وبالعكس.

رابعا : تأجير البنك خزائن صغيرة لعملائه يحتفظون فيها بمنقـــولاتهم الثمينة من مجوهرات وأوراق مالية وأوراق هامة ونقود.

خامسا : إصدار البنك لخطابات ضمان لمصلحة عملائه يتعهـــد فيهـــا بسداد مبالغ معينة ملتزمين بدفعها إذا لم يقوموا بسدادها. وهنا لايقدم البنك أية أموال وإنما يقدم وعد أو كفالة لعميله .

سادسا : قيام البنك بالتعامل فى الأوراق المالية على اختلاف أنواعها ، سواء لمصلحة عملائه أم لمصلحته هو نفسه.

وإذا كانت البنوك التجارية بقيامها ببعض هذه الوظائف إنما تنافس فـــى ذلك المؤسسات المالية الأخرى المتخصصة ، فإنه من ناحية أخرى قد يحظـــر

---

(١) د. احمد جامع ، المرجع السابق ، ص ٨٣.

القانون عليها القيام ببعض الأعمال[1]. وفيما يلى نستعرض الوظائف الرئيسية للبنوك التجارية والتى يمكن تصنيفها إلى نوعين من العمليات[2] . الأولى تتعلق بالعمليات المصرفية العادية ، والثانية تختص بالعمليات المصرفية غير العادية (خلق نقود الودائع).

٣-١- العمليات المصرفية العادية :

٣-١-١- الحسابات المصرفية :

عملية الإيداع المصرفى ، تفترض أن يتنازل العميل عما لديه من أموال إلى البنك التجارى لكى يحتفظ له بها . وللعميل أن يستخدمها فى مدفوعاته وتسوية معاملته المالية وذلك وفقا لشروط محددة ولسوف تترتب على عملية الإيداع فتح ما يسمى " الحساب المصرفى" وإن كان الإيداع المسبق ليس شرط لفتح الحساب فى جميع الأحوال . والوديعة لدى البنك هى الأخرى نوع من الائتمان يمنحه المودع للبنك ، ويعنى قبول البنك لها التزامه أمام صاحبها بأن يدفع له أى مبلغ فى شكل نقود قانونية (حسب الشروط المتفق عليها) . وقد تنشأ الوديعة لا عن طريق تلقيه نقودا كتابية منه وذلك فى شكل شيك محرر لصالحه ومسحوب إما على البنك ذاته أو على أحد البنوك التجارية الأخرى . وفتح الحساب المصرفى يحقق لكل من العميل والبنك التجارى عدة فوائد . فالعميل يمكنه أن يستخدم التسهيلات التى يقدمها البنك فيما يتعلق بتنظيم معاملاته المالية المستقبلة ، كما يمكنه الاستفادة من خدمات مصرفية كثيرة من

---

(١) يحظر قانون البنوك والائتمان فى مصر على البنوك التجارية مباشرة عمليات التعامل فى المنقول أو العقار بالشراء أو بالبيع أو بالمقايضة فيما عدا العقار المخصص لإدارة أعمال البنك أو للترفيه عن موظفيه والمنقول أو العقار الذى تؤول ملكيته إلى البنك وفاء لمدين له قبل الغير (المادة ٣٩ من القانون رقم ١٦٣ العام ١٩٥٧) .

(٢) انظر د. مصطفى رشدى شيحه ، المرجع السابق، ص٢١٩ وما بعدها، والذى اعتمدنا عليه بصفة رئيسية. أيضا د. احمد جامع، المرجع السابق، ص٧٦-ص٨٤، ص١٠٧- ص١٣٠.

أهمها: حيازة دفتر شيكات أو دفتر من نوع خاص (دفتر ادخـــارى مـــثلا) والتى يمكن استخدامها فى تسوية معاملاته (كنـــوع مـــن الـــضمان وتنظـــيم الحسابات وتحقيق الأمان) ، كذلك يحصل العميل على عائد(فائدة) عن الأموال المودعة فى الحساب وخاصة إذا كان هذا الإيداع لايتعلق بحساب جارى وإنما بحساب ادخارى (دفتر ادخارى ، أو حساب ادخارى إسكانى) . أما بالنـــسبة للبنك التجارى فإن هذا الإيداع سوف يوفر له موارد مالية يغذى بها عمليـــات الإقراض والائتمان فضلاً عن قيامه بتوظيف نسبة من الأرصدة المتاحة لديـــه فى أوجه التوظيف المختلفة بالإضافة إلى العمولات التى يخصمها البنك مـــن المقبوضات أو المتحصلات التى يقوم بهـــا لـــصالح عميلـــه مثـــل تحـــصيل الكمبيالات .

والحسابات المصرفية متنوعة . والتفرقة الأساسية هى بين الحـــسابات الجارية بالمعنى العام (ودائع تحت الطلب) والحسابات الادخاريـــة (ودائـــع لأجل) والحسابات الأخيرة تحقق عائدا لصاحبها ، تتمثل فـــى ســـعر الفائـــدة الإتفاقى وقد تكون لها مدة محددة أو لا تكون ، ويجمع بعضها بـــين الطبيعـــة الادخارية وإمكانية السحب فى أى لحظة (مثل دفاتر التوفير) .

وتثير الحسابات الجارية الكثير من المسائل القانونية والفنية والاقتصادية وبحسب الأصل يفرق الفكر القانونى بين نوعين منهما : الحـــساب الجـــارى بالمعنى الدقيق ، وحساب الوديعه [١] . فالأول يتعلق بطائفة التجار ، حيـــث يطلب التجار من البنك فتح حساب لهم ، يكون بوتقة لتحصيل حقوقهم ويقـــوم بسداد مدفوعاتهم . وهى عمليات متكررة بتكرر النشاط التجارى ويتعدد فيهـــا السحب والإيداع وتتغير القيود ، ويتحدد عند كل تسوية الرصـــيد الـــدائن او المدين. أما حساب الوديعة فهدفه الرئيسى هو تسجيل كافة عمليات التحـــصيل والدفع والتى تزيد وتنقص من قيمة الوديعة الأصلية ، وعملياته ليست متكررة.

---

(١) فيما يتعلق بالناحية القانونية والفنية يمكن الرجوع إلى الكتب المتخصصة فى القانون التجـــارى وعمليات البنوك.

والتفرقة بين هذين النوعين من الحسابات ليست حاسمة ولاجوهرية فى الوقت الحاضر. فالحسابين مشتركان فى أنهما يمثلان طريقة وميكانيزم للضمان. وكل عملية دائنة هى بالضرورة ضامنة لعملية مدينة . وإذا كانت هذه نظرة كل طرف من أطراف العلاقات (البنك والعميل) إلى المعاملات المستقبلية ، فإن الحساب، ومع تعدد العمليات، سوف يتوازن فى النهاية. فالأمر هنا يؤسس على الثقة المتبادلة. وهذه الخاصية لا تتوفر فى حساب الوديعة للأفراد فهذا الحساب هو نتيجة إيداع مبلغ معين من المال عند فتح الحساب ، ثم استخدام هذا المبلغ بالسحب أو الإضافة .

وعلى أية حال فالحساب الجارى بصفة عامة ، هو اتفاق بين طرفين ، البنك والعميل . على أن تسرى العمليات التى تتم بين أطرافه ، عن طريق قيود تتم سواء فى جانب الدائن أو المدين . وطبقا لنتيجة العملية ، وعلى أساس هذه القيود المتبادلة ، يتحدد الرصيد والذى يعتبر نتاج عملية التعويض بين الحقوق والديون. والحساب الجارى قد يفتح فى البداية نتيجة إيداع مبلغ من العميل إلى البنك (حساب الوديعة) ، كما يمكن أن يفتح دون أية مبالغ مستحقة (مثل الحساب الجارى للتجار) . ويظل الحساب قائما ويعمل حتى يغلق ، والإغلاق يتم بإرادة الطرفين أو بنضوب الأموال . أما العائد من الحساب الجارى فهو لايتمثل بالضرورة فى سعر الفائدة، بل أن هناك النظم المصرفية التى تحرم منح الفوائد على الحسابات الجارية . ويتمثل العائد المتحقق فى الخدمات المصرفية التى يقدمها البنك إلى عميله ، بدءا من حيازة الشيكات واستخدامها فى مدفوعاته ، وما يحققه ذلك من ضمانات وأمان وتنظيم حسابات للعميل، ومرورا بإجراء المدفوعات وقبض المبالغ المستحقة للعملاء، ونهاية بمنح الائتمان والقروض لأصحاب الحسابات ، بضمان حساباتهم . وهناك بعض النظم المصرفية والبنوك التى تمنح فوائد على الرصيد الدائن المؤقت فى الحساب ، والسعر هنا اتفاقى. كما أن البنوك التجارية تتقاضى الفوائد على الرصيد المدين المؤقت، ولا تسرى الفوائد من

تاريخ العملية التى أدت الى تغير الرصيد المؤقت، ولكن تسرى من تاريخ لاحق[1] ،بالنسبة للرصيد الدائن للعميل ، ومن تاريخ سابق[2] بالنسبة للرصيد المدين .

٣-١-٢- منح الائتمان:

وتعنى هذه الوظيفة تقديم البنك التجارى مبالغ نقدية سواء ورقية أو كتابية إلى الأفراد ورجال الأعمال والمشروعات على اختلاف أنواعها لآجال مختلفة ، وذلك لتمكينهم من مواصلة مباشرة أعمالهم ووجوه نشاطهم على أن يقوموا برد هذه المبالغ عند حلول الأجل المتفق عليه ، هى وما تتحمل من فوائد . وعليه فإن عملية الائتمان تنقسم إلى نوعين : ائتمان فى شكل تقديم قروض نقدية بطريقة مباشرة أو إعطائه تقدمة على الحساب أو الدفع أو الدفع من تحت الحساب ، أو خصم أوراق تجارية لصالحه. وإذا كان إقراض البنوك التجارية للنقود يعد بمثابة منح الائتمان للمقترض بصفة مباشرة فإن قيام هذه البنوك بخصم الأوراق التجارية يعتبر بمثابة منح للائتمان بصفة غير مباشرة ، وذلك طالما أن البنك بخصمه للورقة التجارية إنما يقوم بإحلال ائتمانه هو ذاته للمسحوب عليه محل ائتمان طالب هذا الخصم ، أى المستفيد من الورقة [3] .

وتتمثل تكلفة الائتمان ، والتى يقدر على أساسها ثمن الائتمان (الفائدة) ، فى ثلاثة عناصر : عائد رأس المال المقرض، ونصيب من النفقات العامة (الإدارة) [4] ، وهامش لتغطية المخاطر. ويختلف ثمن الائتمان تبعا لحالة

---

(١) اليوم اللاحق للاستحقاق Date de valeur .

(٢) اليوم السابق للدفع Valeur veille .

(٣)وهكذا يمثل القرض ائتماناً مباشراً للمقترض ويمثل الخصم ائتمانا غير مباشر للمسحوب عليه وللساحب ولطالب الخصم فى الوقت نفسه .

(٤) فبالنظر إلى أهمية قرارات البنوك التجارية بمنح الائتمان وتأثيرها البالغ فى مجرى الحياة الاقتصادية للمجتمع بمختلف وجوهها فإن هذه البنوك عادة ما تخصص إدارة من إداراتها لمباشرة عمليات الائتمان وحدها تقوم بتجميع وتحليل كافة المعلومات الخاصة بالحالة الائتمانية للمقترضين الحاليين الاحتماليين .

السوق النقدية وحالة السوق المالية ، وسعر الخصم الذى يقرره البنك المركزى وطبيعة القرض. وتتعدد وتتنوع الأشكال الخاصة بالائتمان الذى تمنحه البنوك التجارية ، ويتمثل أهمها فيما يلى:

٣-١-٢-١- القرض النقدى:

وهو عقد يتحقق عن طريق تقديم الأموال إلى المستفيد أو المقترض والذى يتعهد بدفع الثمن أو سعر الفائدة ، ورد قيمة القرض ، طبقا للشروط المقررة فى العقد، سواء من خلال أقساط دورية ، أو عن طريق تسديد قيمة القرض بأكمله مرة واحدة عند نهاية مدته.

٣-١-٢-٢-الدفع من تحت الحساب:

أى يسمح لعميله أن يصبح حسابه مدينا فى حدود مبلغ معين ، أى أن يغطى الحساب فى حدود معينة.

٣-١-٢-٣- فتح الاعتماد:

وهو عبارة عن اتفاق يتعهد البنك بمقتضاه للشخص المفتوح الاعتماد لمصلحته بوضع مبالغ تحت تصرفه بحد أقصى معين وذلك لمدة محددة ، وقد يتفق على أن يسحب المستفيد هذه المبالغ دفعة واحدة كما قد يتفق على أن يسحبها على دفعات متتالية . وقد يأخذ فتح الاعتماد شكلاً بسيطا عاديا أو شكل حساب جار ، حيث يظل الحساب مفتوحا يستطيع الشخص المفتوح لصالحه الاعتماد أن يسحب منه وأن يرد ما سحبه وأن يعود الى السحب منه مرة أخرى ، كما قد يتفق على أن يسحبها على دفعات متتالية . وقد يأخذ فتح الاعتماد شكلا بسيطا عاديا أو شكل حساب جار ، حيث يظل الحساب مفتوحا يستطيع الشخص المفتوح لصالحه الاعتماد أن يسحبه وأن يعود إلى السحب منه مرة أخرى وذلك كله فى حدود الحد الأقصى للاعتماد وفى خلال المدة المحددة والمتفق عليها لقفل الحساب . وفتح الاعتماد يضع تحت تصرف

المستفيد مبلغا معينا من المال ، يجوز السحب عليه فى حدود قيمته، ودون ان يلتزم العميل بالسحب، ولكن إذا قام بالسحب من الحساب استحق عليه سعر الفائدة ابتداء من هذا التاريخ .

٣-١-٢-٤ عمليات الخصم:

الخصم هو عملية ائتمانية بمقتضاها يضع البنك تحت تصرف عميله قيمة الورقية التجارية ، كمبيالة أو سند إذنى ، ودون انتظار أجل السداد . ويقوم البنك بتحمل أجل الدين وتحصيل الورقة التجارية من المدين بقيمتها فى موعدها. والوسيلة إلى تحقيق هذا هى أن يقدم الشخص المستفيد من الورقة التجارية هذه الورقة إلى البنك التجارى بعد أن يظهرها لمصلحته ، وبهذا يصبح البنك هو المستفيد. وفى مقابل هذا يدفع البنك لهذا الشخص المبلغ المذكور فى الورقة التجارية وذلك بعد أن يخصم منه مبلغا بمثابة الفائدة التى يستحقها البنك نظير الخدمة الذى أداها لهذا الشخص بتخليه عن أمواله لمدة معينة هى الواقعة بين تاريخ الدفع المشار اليه وتاريخ استحقاق المبلغ المذكور فى الورقة التجارية بالخصم ، وتسمى النسبة بين قيمة هذين المبلغين محسوبة على أساس سنوى سعر الخصم.

ويرتبط سعر الخصم بسعر الفائدة للأجل القصير السائد فى السوق المالية ، بل إن سعر الخصم هذا هو أحد مظاهر التعبير عن سعر الفائدة للقروض قصيرة الأجل . ويتحدد سعر الخصم بواسطة البنك التجارى بصفة مستقلة وليس نتيجة اتفاق ثنائى بين طالب الخصم والبنك. والواقع أن البنك المركزى نفسه هو الذى يحدد سعر الخصم الذى تتعامل معه البنوك وذلك عن طريق تحديده لسعر إعادة الخصم. ذلك أن البنوك التجارية تستطيع إذا ما احتاجت هى ذاتها إلى نقود حاضرة أن "تعيد" خصم الأوراق التجارية التى سبق أن خصمتها هى نفسها وذلك لدى البنك المركزى، أى أن تكرر عملية الخصم مرة أخرى ولكن مع تحول دور البنك التجارى من القابل للخصم إلى

طالب الخصم [١].

٣-١-٢-٥- عمليات الائتمان بالمقابل:

وقد يكون هذا المقابل ضمانا شخصيا او ضمانا عينيا ، وقد سبق ان أشرنا إلى هذا عند دراسة الائتمان.

٣ -١ -٢ -٦ - الائتمان الايجارى [٢]:

والفكرة الأساسية من هذا الائتمان تنبع من أن المنشأة التى ترغب فى التجهيز أو تحقيق إحلال وتجديد ، ما عليها الا أن تبرم عقدا مع البنك- أو المؤسسة المالية – يسمى عقد اعتماد بالتأجير أو الائتمان الايجارى . وبمقتضى هذا العقد يقوم البنك بعملية تمويل تجهيز المنشأة فيلتزم البنك بشراء الآلات ،أو العدد التى تريدها المنشأة من البائع الذى تحدده . وبانتهاء التعاقد وتسليم الأجهزة يقوم البنك – أو المؤسسة المالية – بتأجير الأجهزة الى المشروع لمدة معينة فى مقابل دفع قيمة الإيجار من العميل[٣].وعند انتهاء مدة العقد ، يقوم العميل أو المقترض بالاختيار بين شراء السلع والأجهزة بقيمتها السوقية وقت البيع [٤] ، أو أن يعيدها الى البنك – أو المؤسسة المالية – الذى يعيد تأجيرها أو يعرضها للبيع، أو أن يمد عقد الإيجار بإيجار منخفض . وترجع الميزة الأساسية لهذا الائتمان أنه يسمح للمنشآت بتدبير تجهيزاتها ودون

---

(١) ويؤدى خصم الأوراق التجارية دوره الحيوى فى المجتمع وذلك بضمانه استمرار النشاط الاقتصادى .

(٢) Le credit Bail & Leasing

(٣) وغالبا ما يتم تحديد مدة الإيجار على أساس الفترة اللازمة للاستهلاكات الضريبية التى يحددها القانون لهذه الآلات . كما تحدد الأجرة كذلك على أساس معدل الاستهلاك الضريبى السنوى لهذه الآلات.

(٤) ويقصد بها القيمة المحاسبية ، على أساس سعر التكلفة مخصوماً منه الاستهلاكات الضريبية . انظر الأستاذ الدكتور محمد فريد العرينى، القانون التجارى ، الجزء الأول ، الدار الجامعية بيروت ١٩٨٠ . مذكور فى د . مصطفى رشدى شيحه ، المرجع السابق ، ص ١٦١ .

دفع أية مبالغ أو مقدمات ، مع إمكانية تملك تلك الآلات بعد مدة معينة (١) .

٣-١-٢-٧- الائتمان المقدم للتجارة الدولية :

ويتحقق الائتمان المصرفى هنا من خلال ثلاثة نماذج أساسية هى:

* التحصيل المستندى : أى يصدر البائع كمبيالة ، ويسلمها الى بنكه مرفقا بها كافة المستندات ، ويوكل البنك من قبل البائع فى تسليم المستندات الى المشترى أو بنكه ، لأجل قيمة الكمبيالة أو قبولها .

* خصم الكمبيالات المستندية : وهنا بدلا من أن يوكل العميل بنكه فى تحصيل الكمبيالة المستندية ، يطلب البائع من بنكه خصم هذه الكمبيالة (يدفع له قيمتها ويحل محله فى الدائنية قبل المدين المستورد) فيقوم بنك الخصم بتسليم المستندات الى المشترى (المستورد) أو بنكه ، فى مقابل دفع قيمة الكمبيالة أو قبولها ولا تعتبر المستندات المرفقة للبضاعة بمثابة ضمانة للبنك، إلا عند وجود شرط" المستندات مقابل القبول" فإنه يتعين على البنك ان يتخلى عن المستندات إلى المشترى ، عندما يتم التوقيع على الكمبيالة بالقبول، وفى هذه الحالة يتحمل البنك خطر إعسار المشترى وإن كان يمكن الرجوع أيضا إلى عميله.

ومن الملاحظ أنه فى الصورتين السابقتين ، منح البنك ائتمانه للبائع (المصدر) ، مقابل أن يحل محله فى الدائنية ، والقيام بكافة العمليات المتعلقة بتحصيل حقوق المستورد. ولا يلجأ البنك إلى هذه الطرق إلا إذا توافرت الثقة

---

(١) وتفترض عملية الائتمان الايجارى عقوداً ثلاثة : عقد الاعتماد بالتأجير، وعقد الشراء ، وعقد الإيجار ، وإنما الذى يبدو عقدان فقط ، عقد الاعتماد بالتأجير وطرفاه البنك وعميله التاجر، وعقد الشراء وطرفاه البنك والبائع ، والبنك طرف متكرر فى العقدين وهما مستقلان من الناحية القانونية وإن كان بينهما ارتباط واقعى اقتصادى. د . السيد عبد المولى ، المرجع السابق ، ص ٢٠٦.

لمزيد من التفصيل فى موضوع الائتمان الإيجارى ، انظر الأستاذ الدكتور مصطفى رشدى شيحه ، الاقتصاد النقدى والمصرفى ، دار المعرفة الجامعية ، الاسكندرية ، ١٩٨٨ ، ص ٤٢٣ - ص ٤٧٦.

المتبادلة وتكررت المعاملات بين المستورد والمصدر. ويعيب هذه الطرق أنها لا تضمن حقوق البائع أو المصدر، وكذلك تعرض البنك إلى المخاطر ، في حالة إعسار وعجز المستورد أو المشترى عن الدفع . وهنا نلجأ الى الطريق الثالثة.

* الاعتمادات المستندية : يبدو هنا دور المشترى بارزا بجانب مركز البائع ، فيطلب البائع (المصدر) أو يشترط عند توقيع عقد البيع ، من المشترى ، تدخل بنكه ، سواء بالدفع أو قبول الكمبيالة ، في مقابل تسليم المستندات ، والتي يمكن بواسطتها أن يتسلم المشترى البضاعة . فإذا تعهد البنك بذلك شخصيا في مواجهة البائع ، يكون الاعتماد قطعي وغير قابل للإلغاء. ويسمى المستند الذي يثبت تعهد البنك " الاعتماد التجارى القطعي". وأحيانا وبناء على تعليمات المشترى ، يقوم البنك " بفتح اعتماد" أى يضع الأموال التي تغطي قيمة البضاعة أو تتجاوزها تحت تصرف البائع ، ودون أن يتعهد بشئ في مواجهة البائع. وهذه الحالة تسمى " الاعتماد المستندى القابل للإلغاء" ويسمى المشترى في هذه الحالة "معطى الأمر" والبائع "المستفيد".

مجمل القول ، إن الاعتماد المفتوح لصالح المصدر أو البائع، يمثل ضمانة دفع، ويحصل على الائتمان عندما يحصل على موافقة البنك ، وبذلك يكون البائع بعيدا عن خطر إعسار المشترى . وبالنسبة للمستورد فإن هذا النظام يمنحه التأكيد والضمان ، بأن البنك لن يدفع للبائع ، أو أنه لن يكون مدينا لبنكه إلا إذا سلم البائع المستندات الدالة على حسن تنفيذ العقد في المدة المتفق عليها .

٣-٢- العمليات المصرفية غير العادية (خلق نقود الودائع) :

٣-٢-١- هل يخلق البنك التجارى نقودا جديدة ؟

الفكرة الجوهرية هنا [(١)] ترجع إلى قيام غالبية الأفراد في العصر

(١) د . أحمد جامع ، المرجع السابق ، ص ١٠٧ – ص ١٠٨ .

الحديث بتسوية مدفوعاتهم بواسطة الشيكات التى يسحبونها على ودائعهم فى البنوك التجارية ، بحيث أن ما يسحب من هذه البنوك فى شكل نقود ورقية لا يتجاوز عادة نسبة ضئيلة فقط من حجم هذه النقود المودعة لديهم. وقد عمدت البنوك، استنادا إلى هذا ، إلى اقراض عملائها مبالغ تقيد فى شكل ودائع تحت الطلب لديها قابلة للسحب عليها بشيكات ، مثلها فى ذلك مثل الودائع الأصلية التى تمت فى شكل ايداع حقيقى لنقود ورقية لديها ، بحيث لم يعد حجم الودائع التى تلتزم هذه البنوك بإجابة طلبات أصحابها عندما يسحبون شيكات عليها يقتصر فقط على مبالغ الودائع المشتقة التى خلقتها البنوك بإقدامها على إقراض عملائها أو منحهم الائتمان . وهكذا كانت الودائع الأصلية سببا فى خلق ودائع مشتقة تزيد من كمية النقود الموضوعة تحت تصرف المجتمع، أى ضاعفت الودائع الحقيقية من حجم الودائع او النقود الكتابية الموضوعة تحت تصرف عملاء البنوك التجارية بعبارة اخرى .

ولكن السؤال قد يثور عما إذا كانت النقود التى تظهر نتيجة مديونية البنك تعتبر إضافة جديدة الى كمية النقود القائمة أم هى مجرد تغير فى شكل النقود بحيث تتداول فى صورة جديدة من النقود بدلا من صورة مديونية البنك؟ الواقع أن مديونية البنك تنشأ مقابل حقوق أو أصول يحصل عليها. هذه الأصول متنوعة ويمكن أن نميز بين حالتين (١) : الحالة الأولى أن تنشأ مديونية البنك مقابل حصوله على نقود ، عندما يقوم فرد بإيداع مبلغا من النقود لدى البنك ويفتح حساباً له ، والحالة الثانية أن تنشأ مديونية البنك مقابل أصول أخرى غير النقود .

وفى الحالة الأولى نجد أننا بصدد تبادل التزامات بين البنك والفرد ولكن كلا من الالتزامات المتبادلة تتمتع بالقبول العام ، والبنك قد وضع مديونيته تحت تصرف الفرد – عن طريق الشيك – وهى أيضاً تتمتع بالقبول العام. ولذلك فإنه فى هذه الصورة رغم أن مديونية البنك تعتبر ولا شك نقوداً إلا أنه

---

(١) د. حازم الببلاوى ، المرجع السابق ، ص ٤٠ – ص ٤٣ .

لا يمكن القول أن كمية جديدة من النقود قد أضيفت إلى التداول . وكل ما يمكن أن يقال هو أن كمية النقود لم تتغير أو تغير شكلها فقد كانت في شكل نقود غير مادية تتداول باستخدام الشيك (١) .

أما فى الحالة الثانية وحيث تنشأ مديونية البنك التجارى مقابل دين على الفرد لايتمتع بالقبول العام ، فإن نقوداً جديدة تكون قد أضيفت إلى التداول. فمديونية الفرد وأيا كان شكلها – وطالما تأخذ شكل إيداع نقود – لاتؤثر على كمية النقود المتداولة ، وإن أثرت فى حجم المديونية (٢) . تلك الوديعة لا تختلف عن الوديعة الحقيقية فى أن كلا منهما يعطى صاحبها حقاً على البنك ، وهى افتراضية أو مشتقة لأنها لم تنشأ عن عملية إيداع حقيقى .

وخلاصة القول أن البنك يخلق كمية جديدة من النقود فى حالة الودائع المشتقة . وعلى ذلك فالبنك يقوم بخلق النقود عند قيامه بمبادلة الالتزامات ، هذه المبادلة وإن لم تضف شيئاً يؤثر فى حجم المديونية بالنسبة إلى الدائنية إلا أنه يضيف إلى السيولة . فالبنك التجارى يخلق نقوداً جديدة عند مبادلته التزامه أو مديونيته بمديونية أخرى غير النقود .

٣ -٢- ٢ – كيفية خلق الودائع :

حتى يتسنى لنا الإلمام بعملية خلق الودائع علينا أن نتعرف على دور البنوك واحدا بعد الآخر فى هذه العملية ، وبإفتراض نظام مصرفى به عدد من البنوك التجارية تنتشر فيه عادة إيداع الافراد لأرصدتهم النقدية فى البنوك واعتمادهم فى إجراء مدفوعاتهم النقدية على الشيكات(٣) .

---

(١) ويطلق على مديونية البنك فى هذه الحالة اسم الوديعة الحقيقة .

(٢) ويطلق على مديونية البنك فى هذه الحالة اسم الوديعة الافتراضية أو الوديعة المشتقة . والسبب فى هذه التسمية هو أن الوديعة كانت فى الأصل تنشأ نتيجة عملية إيداع نقود لدى البنك بحيث يصبح البنك مودعا لديه نقوداً ويلتزم برد هذه النقود عند الطلب . ثم تطورت فكرة الوديعة بحيث أصبحت تنصرف إلى مديونية البنك وبصرف النظر عن السبب فى قيامها .

(٣) فى هذا الموضوع انظر د. محمد زكى شافعى ، المرجع السابق ، ص ١٨٠– ص١٨٧ . د.احمد جامع ، المرجع السابق ، ص ١٠٨ – ص ١٣١ .

ولنبدأ ببنك (أ) يتلقى من أحد عملائه مبلغ ١٠٠٠ جنيه نقداً حاضراً لإيداعها لديه . وبافتراض أن هذا المبلغ هو حصيلة بيع سندات إلى البنك المركزى ، فإنه يمثل إضافة صافية إلى ما لدى البنوك من نقدية . فإذا كان البنك لا يتعين عليه تغطية القيمة الكاملة للودائع لديه بنقود ورقية ، بل تغطية جزء من هذه القيمة يبلغ خمسها [١] . فسوف نجد لديه دائما ما يعادل ٨٠% من الوديعة يستطيع توظيفه فى أصول مربحة تعود عليه بفائدة سواء اتخذ هذا التوظيف شكل منح قروض للأفراد والمشروعات أم شكل استثمارات فى أوراق ماليه مختلفة . وفى كافة الأحوال يحول البنك مبلغ ٨٠٠ جنيه من أصول سائلة إلى أصول مربحة . ويخرج هذا المبلغ فى شكل نقود ورقية إلى التداول ، أى يرجعه مرة أخرى إلى التداول . فكأن البنك بهذا قد خلق ٨٠٠ جنيه تمثل زيادة صافية فى العرض الكلى للنقود فى شكل نقود كتابية أو نقود ودائع أو نقود ائتمانية أو نقود مصرفية.

ولن يقف الأمر عند هذا الحد ، فالأفراد والمشروعات الذين حصلوا على مبلغ الـ ٨٠٠ جنيه نقداً [٢] سيلجأون غالباً إلى إيداع هذه النقود من جديد فى أحد البنوك الأخرى أو سيدفعونها إلى شخص آخر سيقوم بإيداعها فى أحد هذه البنوك . هذا البنك الثانى سوف يعمد إلى اتباع سلوك البنك الأول . ويحتفظ لديه باحتياطى نقدى تبلغ نسبته ٢٠% من قيمة الوديعة فحسب ويوظف باقى نقوده . وهكذا يبقى البنك لديه مبلغ ١٦٠ جنيه فقط فى شكل نقود ويحول الـ ٦٤٠ جنيه الباقى من نقود إلى قروض واستثمارات ، أى يرجع هذا المبلغ فى شكل نقود ورقية إلى التداول مرة أخرى .

= الاستاذ الدكتور خلاف عبد الجابر خلاف ، المبادئ الأساسية لاقتصاديات النقود والبنوك ،دار النهضة العربية ، غير مؤرخ ، ص ١٢٦ – ص ١٣٥ .

الاستاذ الدكتور محى الدين الغريب ، اقتصاديات النقود والبنوك ، القاهرة ، ١٩٧٢ ، ص ٢٢ – ص ٢٦ .

(١) وقد تقرر نسبة الاحتياطى النقدى التى يتعين على البنوك التجارية مراعاتها بنص تشريعى أو بواسطة العادات المصرفية المستقرة

(٢) نظير اقتراضهم من البنك الأول أو بيعهم أوراقاً ماليه له .

وبنفس الطريقة سوف يقوم البنك الثالث والذى يتلقى الـ ٦٤٠ جنيه نقداً بالاحتفاظ فقط بنسبة الـ ٢٠% من هذه النقود ، أى بمبلغ ١٢٨ جنيه ، ويحول الباقى ، وهو ٥١٢ جنيه ، إلى أصول مربحه من قروض واستثمارات.

وهكذا تصبح مجموعة قيمة الودائع الملتزمة بها البنوك الثلاثة ، أى حجم النقود الكتابية لدى هذه البنوك بعبارة أخرى ، قد بلغ حتى الآن ٢٤٤٠ جنيه ، أى ما يقرب من ضعفين ونصف لحجم الوديعة الأصلية التى أودعت لدى البنك الأول فى شكل نقود ورقية قدرها كما نعلم ١٠٠٠ جنيه . أما الزيادة الصافية فى الحجم الكلى للنقود التى حققتها هذه البنوك فتبلغ ١٩٥٢ جنيه ، وذلك فى شكل نقود كتابية .

لكن الأمر لا يتوقف عند هذا الحد ، فهناك البنك الرابع والبنك الخامس وغيرهما من البنوك التجارية التى سوف تسلك نفس السلوك خالقة بذلك نقوداً كتابية . وهكذا ، حتى نصل فى النهاية إلى حجم بالغ الصغر من الودائع ، وذلك عندما نبلغ البنك الخامس والعشرين . وإذا ما تتبعنا هذه السلسلة إلى نهايتها ، فسنجد أن مجموع الودائع أو النقود الكتابية التى تلتزم بها مجموعة البنوك التجارية أو النظام المصرفى كله هى ١٠٠٠ جنيه + ٨٠٠جنيه + ٦٤٠جنيه + ٥١٢جنيه + ... = ٤٩٩٩ر٩٩٩ جنيه أى ٥٠٠٠ جنيه تقريباً . تلك النتيجة الحسابية يمكن الوصول إليها من وجهة النظر الجبرية طبقا للمعادلة الآتية:

جملة الزيادة فى حجم الودائع =

$$\text{الزيادة فى الاحتياطيات النقدية} \times \frac{1}{\text{نسبة الاحتياطى النقدى}} .$$

ويعرف هذا الكسر الأخير بمضاعف خلق الودائع أو بمضاعف الائتمان للبنوك التجارية . وعلى هذا الأساس فإن مقدرة النظام المصرفى على خلق الودائع تتوقف على عاملين :

الأول : مقدار ما يتوفر له من الاحتياطيات النقدية .

الثاني : نسبة الاحتياطى النقدى .

ولاشك أن عملية خلق الودائع لم تقم بها البنوك بمفردها، ذلك أن هناك مجموعة أطراف أخرى اشتركت معها حتى استطاعت أن تضاعف من خلق الودائع على النحو المتقدم . فهناك أولاً الأفراد بإيداعهم المستمر لنقودهم فى البنوك . وهناك ثانياً الأفراد ورجال الأعمال الذين يقبلون على الاقتراض من البنوك، أو الذين يبيعون استثمارات للبنوك لتشتريها بما لديها من احتياطيات نقدية فائضة . وهناك البنك المركزى بما يمارسه من نشاط يحدد إلى حد كبير حجم الاحتياطيات النقدية التى تصل إلى النظام المصرفى . هذا بالإضافة إلى دور البنوك فى الاحتفاظ لنسبة فقط من ودائعها فى شكل احتياطيات نقدية وتحويل الجزء الباقى منها إلى قروض واستثمارات أو أصول مربحة . وفقط فى حالة توفر هذه الاعتبارات تستطيع البنوك التجارية أن تقوم بمهمة خلق الودائع . أما إذا تخلف أحد هذه الاعتبارات ، فإن البنوك التجارية ستعجز عن خلق الودائع مضاعفة بهذا من الحجم الكلى للنقود فى المجتمع وستتحول إلى مجرد خزائن لحفظ النقود. غاية ما هناك أنها ستحول مبالغ النقود التى تودع لديها من الشكل الورقى إلى الشكل الكتابى ، دون أيه مضاعفة لها.

وجدير بالذكر أن عملية خلق الودائع ، والتى بمقتضاها تتمكن البنوك التجارية من زيادة الحجم الكلى للنقود فى المجتمع بما قيمته عدة أضعاف قيمة الزيادة فى النقود التى تحصل عليها كودائع أصلية ، من الممكن أن تتحقق فى اتجاه عكسى تماماً . وفى هذه الحالة العكسية يتسبب سحب مبلغ من النقود من هذه البنوك فى انقاص الحجم الكلى للنقود فى المجتمع بما قيمته عدة أضعاف قيمة هذا المبلغ المسحوب . ويعرف هذا الانقاص المضاعف لنقود الودائع أو النقود الكتابية بإفناء الودائع . ويعد هذا الخلق، وهذا الإفناء، المضاعف للنقود الكتابية أو لنقود الودائع بواسطة البنوك التجارية مظهراً من مظاهر النظام المصرفى القائم على أساس التغطية الجزئية للودائع التى يلتزم بها، وليس

التغطية الكاملة ، أى على أساس نسبة للاحتياطى النقدى تقل عن ٠٠ . وكلما قلت هذه النسبة زادت قدرة البنوك على خلق نقود الودائع ، وفى الوقت نفسه اضطرارها إلى إفنائها (١) .

٣-٢-٣-حدود قدرة البنوك على خلق نقود الودائع:

إن قدرة البنوك في خلق الودائع ليست مطلقة،ففضلا عما ذكرناه من ضرورة توافر عدد من الاعتبارات مجتمعة حتى يمكن أن تتم عملية خلق الودائع، فالواقع أن نشاط البنوك فهذا المجال يخضع لعدد من القيود أهمها سلوك باقي البنوك التجارية في هذا الشأن أولاً، ونسبة الاحتياطيات النقدية التي تتسرب خارج النظام المصرفي في أثناء خلق الودائع ثانياً، ونسبة السيولة التي تلتزم بها البنوك التجارية ثالثاً.

فمن ناحية، إذا كانت قاعدة القروض تخلق الودائع تطبق بصفة كاملة، وعلى افتراض بنك تجاري واحد، فإن هذا الأخير يستطيع أن يخلق بواسطة عمليات الائتمان كل النقود التي يرغب فيها، في حدود نسبة الرصيد النقدي، مادام متأكداً من أنها سوف تعود إليه في شكل ودائع بنكية. لكن الحال يختلف عن ذلك الفرض النظري حيث يتكون النظام المصرفي من عدد من البنوك التجارية و ليس من بنك وحيد. ومن المظاهر الهامة المميزة لعملية خلق الودائع في نظام مصرفي متعدد البنوك ما يحدث من تحويل للنقود من بنك إلى آخر. وعادة ما يترتب على منح الائتمان بواسطة أحد البنوك التجارية تحويل للنقود الحاضرة من هذا البنك إلى باقي بنوك الجهاز المصرفي، أي فقد لجزء من احتياطيه النقدي. ومن هنا كان القيد علي حرية البنك التجاري الواحد في خلق الودائع. إذ سيواجه البنك الذي يتوسع في خلق الائتمان بشكل أكبر مما هو الحال بالنسبة إلي البنوك الأخرى باستنزاف احتياطيه النقدي إلى درجة قد تعجز عن مواجهة طلبات السحب المعتادة. لكن الأمر سيختلف لو اتبعت

---

(١) فى هذا الموضوع انظر د . أحمد جامع ، المرجع السابق ، ص ١٢٦ – ص ١٣٠ .

البنوك كلها سياسة ائتمانية واحدة، إذ سيجد كل بنك بمفرده أن قيمة الشيكات المسحوبة عليه متساوية تقريباً بقيمة المستحقة له، بحيث تعوض القيمتين بعضهما، مع ما يترتب على هذا من عدم وجود خسارة لاحتياطيه النقدي.

ومن ناحية أخرى ، وحتى بفرض اعتبار الجهاز المصرفي ككل ، أي النظر إلى مجموعة البنوك التجارية كجهاز موحد لخلق الائتمان، وبصرف النظر عن التحويلات الداخلية بين البنوك، فإنه غالباً ما يتسرب من الاحتياطيات النقدية إلى خارج النظام المصرفي في أثناء عملية التوسع في خلق الودائع. وبطبيعة الحال فإنه في الدول النامية، حيث تنتشر عادة استخدام النقود الورقية و المعدنية في تسوية المدفوعات و يقل الاحتفاظ بالودائع المصرفية واستخدام الشيكات في تسوية المدفوعات؛ يتسرب جانب كبير نسبياً من الاحتياطيات النقدية من البنوك التجارية في أثناء عملية خلق الائتمان لسد حاجات التداول النقدي. ويترتب على ذلك الحد من قدرة البنوك على التوسع في خلق الائتمان و الحد من خلق الودائع المصرفية.

أما القيد الثالث على حرية البنوك التجارية في خلق الودائع فيتعلق بنسبة الاحتياطي النقدي.فهذه البنوك تلتزم بالاحتفاظ بمستوى من الاحتياطيات النقدية عند الحد الأدنى لنسبة الاحتياطي. و الواقع أن الفرض غير صحيح في الحياة العملية، إذ أن معظم البنوك غالباً ما تحتفظ باحتياطيات تزيد عن الحد الأدنى المطلوب الذي تحدده السلطات النقدية في معظم الدول. ويترتب على زيادة الاحتياطيات عن الحد الأدنى تناقص المبالغ المتاحة للتوظيف و بالتالي تنقص القدرة على خلق الودائع. ويرجع ارتفاع نسبة الاحتياطي النقدي عن الحد الأدنى لها إما لدوافع الحرص لدى البنوك التجارية خوفاً من حدوث أي سحب مفاجئ ، أو نتيجة لعدم وجود طلب كاف على القروض و قلة الفرص أمامها في مجال الاستثمارات في حالة ضيق السوقين المالي و النقدي.

وجدير بالذكر أن نسبة السيولة كمحدد لقدرة البنوك التجارية على خلق

نقود الودائع إنما تفترض أن التغير في أصول البنك التجاري بزيادة أو نقص الأصول السائلة لديه لا يغير من سلوك الأفراد. وحقيقة الأمر أنه خلال التغيير في الأصول السائلة للبنك التجاري تحدث عدة تغييرات في سلوك الأفراد من حيث شكل الأصول التي يحتفظون بها. فقد يحدث مع زيادة أصول البنك السائلة أن يرغب الأفراد في الاحتفاظ بمزيد من النقود في شكل نقود سائلة بحيث تخرج عن النظام المصرفي وقد تتجه نسبة من هذه النقود إلى خارج الدولة كلية في شكل استيراد.وهكذا ترى صوراً من التسرب تجعل نسبة السيولة غير كافية لإعطاء صورة كاملة عن الحجم الحقيقي الذي يستطيع النظام المصرفي أن يخلقه. ولذلك فإنه إذا كانت نسبة السيولة أحد القيود المفروضة على قدرة البنوك التجارية علي خلق نقود الودائع، فإن محددات هذه القدرة تتوقف على حجم التسربات.

المبحث الثاني

ميزانية البنك التجارى

الميزانية عبارة عن وثيقة تتضمن تقريراً لمختلف الحقوق أو بنود القيم التي يمتلكها المشروع، وكذلك لمختلف الديون أو بنود القيم التي يلتزم بها هذا المشروع في مواجهة الغير وفي مواجهة مالكيه. وتسمى تلك الحقوق بالأصول، كما تسمى هذه الديون بالخصوم، وبطبيعة الحال فإن مجموع الأصول لأي مشروع لابد وأن يتعادل مع مجموع الخصوم، وذلك في لحظة معينة من الزمن(١). وتلتزم البنوك التجارية ـ سواء بنص في القانون، أو اتباعا للتقاليد المصرفية الراسخة ـ بنشر ميزانيات دورية لها، وكلما زادت أهمية البنك قصرت المدة التي تمر بين نشر ميزانية له و أخرى. ويمكن الإحاطة بالأعمال التي تقوم بها البنوك التجارية من مراجعة ميزانياتها السنوية التي تبين الموارد التي توفرت لها وأوجه استخدام هذه الموارد.

وتنقسم ميزانية البنك التجاري إلى جانبين : الأول للأصول و الثاني للخصوم. وتسجل في جانب الأصول كافة العناصر أو البنود التي من شأنها جعل البنك دائناً ، وذلك طالما أن جانب الأصول إنما يحتوى على حقوق البنك. أما فى جانب الخصوم فتسجل كافة العناصر أو البنود التى من شأنها جعل البنك مديناً ، وذلك طالما أن جانب الخصوم إنما يشتمل على ديون البنك سواء فى مواجهة دائنيه أم فى مواجهة أصحابه أو مالكيه.

---

(١) فالميزانية توضح حالة المشروع فى لحظة معينة ، وبذلك فهى تختلف عن حساب الأرباح والخسائر أو حساب الدخل الذى يظهر إيرادات المشروع ونفقاته خلال فترة ممتدة من الزمن. هذا الحساب الأخير هو الذى يظهر نتيجة قيام المشروع بهذه العمليات من حيث تحقيق الربح أو الخسارة ، وذلك نتيجة لزيادة إيراداته فى تلك الفترة عن نفقاته أو العكس.

١ - الخصوم :

ومن خلالها يؤمن البنك السيولة والنقود اللازمة لعملياته ، بالإضافة إلى رأس المال.

١ - ١ - حساب رأس المال :

ويتضمن هذا الحساب بنوداً أربعة هي :

١-١ -١ - رأس المال الأساسي : ويتكون من الأموال التى أسهم بها مؤسسوا البنك عند نشأته . وهو ينقسم إلى عدد من الأسهم ذات قيمة متساوية . وتنصرف القيمة هنا إلى القيمة الإسمية ، والتى تختلف عن القيمة الفعلية أو الحالية فى السوق المالية . وقد يتعرض مقدار رأسمال البنك إلى التغير أثناء حياته ونتيجة لسير أعماله سواء بالزيادة عن طريق إصدار أسهم جديدة أو زيادة قيمة الأسهم القديمة، أو بالنقصان عن طريق تخفيض قيمة الأسهم . وبالرغم من هذا فإن بند رأس المال يعد أكثر بنود خصوم البنك التجارى جميعها ثباتاً واستقراراً .

١ -١ -٢- الاحتياطى : وهو عبارة عن مبالغ يقتطعها البنك من أرباحه سنة بعد أخرى ويحتفظ بها فى حساب خاص لتدعيم حساب رأس المال وحماية المودعين . وقد يتدخل المشرع بإلزام البنك بالاحتفاظ بنسبة معينة من أرباحه السنوية ، وهذا هو الاحتياطى القانونى . كذلك قد يقوم البنك باقتطاع جزء من أرباحه السنوية ، دون إلزام قانونى عليه ، بغرض تعزيز مركزه المالى . وهناك نوع ثالث من الاحتياطى ، يطلق عليه الاحتياطى الخفى [١] . ويحصل نتيجة احتساب قيمة الأبنية والأراضى التى يملكها البنك ، فهى تسجل فى الميزانية بقيمة الشراء بينما قيمتها الحقيقية تكون أكثر من ذلك ، والفرق بين القيمتين يشكل الاحتياطى الخفى .

١ -١ -٢- الأرباح غير الموزعة : وتمثل الفارق بين الأرباح التى حققها

---

(١) د. السيد عبد المولى ، المرجع السابق ، ص ٨٦.

البنك فى سنة معينة ، والأرباح التى وزعها بالفعل على مساهميه . وخلافاً لبندى رأس والاحتياطى اللذين يتميزان بثبات نسبى كبير فإن قيمة هذا البند تتغير من فترة لأخرى . وبصفة عامة فإن هذا البند بطبيعته هو بند انتقالى يقيد فيه ما يحققه البنك من أرباح تمهيداً لتوجيهها إلى غايتها النهائية سواء كانت توزيعات على المساهمين أو تدعيماً للاحتياطى أو تغطية للخسارة .

١ - ٤- حسابات أخرى : وهى حسابات خاصة ومتنوعة مثل بعض الأنصبة غير الموزعة على المساهمين ، وديون معدومة لصالح البنك وغيرها .

١ - ٢ - الودائع المصرفية :

وهى أكثر بنود خصوم البنك التجارى أهمية من الناحية الاقتصادية وأكبرها فى الوقت نفسه من حيث الحجم . وتنقسم الودائع من حيث شخص المودع إلى ودائع الأفراد والمشروعات وودائع الهيئات الحكومية وودائع البنوك . أما من حيث نوع أو طبيعة الوديعة فتنقسم إلى :

١ - ٢- ١ - الودائع الجارية أو الحسابات الجارية : وهى ودائع تحت الطلب حيث يمكن سحبها بمجرد الطلب وفى أى لحظة . ولا يتقاضى العميل فى مقابل إيداعها فوائد ، وإن كان الاتجاه المعاصر يحرص على دفع فوائد بسيطة بالنسبة للمبالغ الكبيرة والتى يحرص البنك على جذبها . وتحتل ودائع البنوك فيما بينها ، وودائع الحكومة مكاناً بارزاً بين الودائع الحقيقية الجارية . ويقصد بودائع البنك قيام أحد البنوك بإيداع جزء من أمواله ، والتى اكتسبها عن طريق ودائع الأفراد أو غيرهم لديه ، فى بنك آخر . ويمثل هذا الإيداع توظيفاً مربحاً عن طريق الفائدة التى سوف يتقاضاها من البنك المودع لديه ، والتى تتجاوز ما سبق ودفعه للأفراد على ودائعهم . كما أن هذا التوظيف يحقق للبنك مستوى مرتفعا من السيولة ، ويمكنه بالتالى من مواجهة طلبات السحب فى أى لحظة ، عن طريق تسييل وديعته لدى البنك الآخر ، أى سحبها لتسديد التزاماته . وهذه الطريقة تفيد البنوك الصغيرة وحديثة النشأة أو التى

تعمل فى نظام سوق نقدية نامية ، أو لا تتوافر لها فرص التوظيف المناسبة أو فروع البنوك الأجنبية . عندئذ تلجأ البنوك إلى هذه الوسيلة ، والتى تجعلها مجرد مجمع للمدخرات ، دون توفير إمكانات الاستخدام وهى تؤمن لها إمكانيات التوظيف المأمون ، وتجنبها خطر التوظيف غير الرشيد . وغالباً ما تتم هذه الوسيلة بين فروع البنوك ومراكزها الرئيسية وخاصة بالنسبة للبنوك متعددة الجنسيات ، والتى تقسم السوق الدولية ، إلى سوق لتجميع المدخرات ، وسوق للتوظيف والاستثمار . أما الودائع الحكومية وودائع القطاع العام والمحليات ، فقد نمت بصورة كبيرة ، نتيجة زيادة نشاط الدولة الاقتصادى والتوسع فى الإقليمية واللامركزية . وهذه الودائع أصبحت تمثل نسبة كبيرة من ودائع البنوك فى الاقتصاد البترولى ، حيث نمو النشاط النقدى والفائض الحكومى بصورة كبيرة . وتساعد هذه الودائع المتراكمة وقليلة السحب ، والتى غالباً ما تكون بدون فائدة أو بفائدة رمزية ، البنوك التجارية على التوسع فى عملياتها ، وفى بعض الأحيان تدفعها إلى تنمية الائتمان متوسط الأجل .

١ -٢ -٢- **الودائع لأجل والودائع الادخارية** : وجميع هذه الودائع تشكل نوعاً من المدخرات التى يجمعها أصحابها لمواجهة الطوارئ أو لاستثمارها . والودائع لأجل لا يلتزم البنك بدفعها إلا فى الآجال المحددة للوديعة . وتسمى أحياناً الودائع بإخطار ، إذا كانت شروط الإيداع تقضى إخطار البنك قبل السحب بمدة معينة . ويتقاضى صاحبها فائدة نظير إيداعها . أما الودائع الادخارية ، فهى تجميع للمدخرات بالمعنى التمويلى ، ويودعها الأفراد لآجال طويلة . ويتقاضى عنها المودع فائدة تتجدد بتجدد المدة . وإن كان هذا لا يمنع صاحبها من سحبها ، وإنما يترتب على سحبها حرمان المودع من الفائدة التى يتقاضاها مقابل التنازل عنها للبنك لمدة معينة .

والودائع الادخارية ، ولأجل أقل تجانساً من الودائع الجارية ، فهى متعددة ومتنوعة وتأخذ أشكالاً عديدة . والعامل المشترك بينها هو حصولها على عائد يتمثل فى سعر الفائدة . والأخير تتوقف قيمته على عدة عوامل من

أهمها مستوى السوق النقدى ، وسياسة البنك المركـــزى ، وســـعر الخـــصم ، وحجم السيولة ، وحالة الأسواق الخارجية ، ومدة الوديعة ، وحجم الوديعـــة ، وشخصية المودع ، وتقلبات العملة ، ومعدلات التضخم ... الخ . ومـــن أهـــم صور هذه الودائع دفاتر التوفير والادخار ، وهى أكثر صور الودائع الادخارية انتشاراً فى البنوك التجارية . ويقوم بها الأفراد دون الشركات والمؤســـسات . وطبيعة هذه الودائع تجمع بين الحساب الجارى والعائد فـــى نفـــس الوقـــت . وعملية الإيداع هنا متكررة ، وتضاف العمليات الإيداعية إلى قيمـــة الوديعـــة الأصلية ، كما أن طلبات السحب متكررة أيضاً . وسعر الفائدة منخفض نـــسبياً بالمقارنة بالودائع الادخارية الأخرى . وهناك صورة أخرى لتلك الودائع تتمثل فى شهادات الإيداع أو شهادات متنوعة ذات طبيعة ادخارية . وهى عبارة عن سندات تصدرها البنوك التجارية لأجل معين أو غير معين . ويحصل عليهـــا عادة الأفراد والمشروعات ، لما تحققه من عائد مجز . ولا يمكن لمالكى هـــذه الشهادات أن يسحبوا أموالهم ، أى استبدال الشهادات بقيمتها النقدية ، قبل فترة زمنية معينة وهى تصدر بقيمة محددة وإجماليه . وبعض أنواع هذه الشهادات تتداول فى السوق النقدى الثانوية .

١ ٢- ٣ - **الودائع الائتمانية** : وهى ليست نتيجة إيداع حقيقى ، وإنمـــا هى ناشئة عن فتح حسابات ائتمانية ، واستخدام هذا الائتمان من جانب الأفراد والمشروعات للقيام بنشاطهم الاقتصادى ، واحتمال تقدم أصـــحاب الـــشيكات المسحوبة على هذه الحسابات للمطالبة بسداد قيمتها .

١ - ٣ - القروض المصرفية :

وتتمثل فى القروض التى يحصل عليها بنك من البنوك الأخرى ، سواء أكانت محلية أو أجنبية . وقد يكون البنك المركزى من بين البنوك التى تقـــوم بتوفير بعض من هذه الموارد ، إلا أن ذلك لا يكون إلا فى حالـــة الـــضرورة ولمدة قصيرة الأجل. ويحدث هذا على الأخص فى الأوقات التى ينخفض فيها مقدار النقود الحاضرة لدى البنك التجارى ، الاحتياطى النقدى ، إلى حد يهـــدد

قدرته على مواجهة طلبات المودعين بسحب مبالغ نقدية من ودائعهم . كذلك قد يؤدى التوسع فى النشاط الاقتصادى إلى زيادة طلبات الاقتراض من البنك التجارى بشكل لايمكن له مواجهته دون إضافة نقود لفترة قصيرة الأجل إلى رصيده أو احتياطيه النقدى . وتقدم البنوك التجارية إلى البنك المركزى ضماناً لما تقترضه منه من مبالغ ، كأوراق مالية أو أوراق تجارية أو غير ذلك من الضمانات . ويمكن أيضا للبنك التجارى أن يقترض من غيره من البنوك عندما يحتاج إلى أموال للتوظيف ، أو عندما يواجه بعجز فى السيولة . ويمكن أن تحدث عمليات دائنة أو مدينة ، يترتب عليها التزامات على أحد البنوك فى مواجهة حقوق لبنك آخر ، نتيجة المعاملات المالية والتحويلات والتسويات ، وتخفى هذه العمليات فى طياتها قروضاً بين البنوك المشتركة فى تلك العمليات. وتتم أيضاً عمليات القروض المصرفية بين البنوك وفروعها ومراسليها . وتتوقف أهمية هذا النوع من الموارد على شروط الإقراض من ناحية الأسعار والآجال .

١ - ٤ - خصوم أخرى :

ولا ينطبق على هذا البند ما ينطبق على باقى بنود الخصوم حيث لا تستطيع البنوك الاعتماد عليها فى خلق نقود الودائع أو الإقراض . ولهذا البند طبيعة خاصة للغاية ، إذ لا يمثل فى الحقيقة ديوناً يقينية ومؤكدة على البنك مثل كافة بنود الخصوم الأخرى ، وإنما يمثل ديونا احتمالية فحسب أغلب الظن أنها لن تتحقق اذا سارت الأمور كلها على خير ما يرام . ويشتمل هذا البند على الأوراق التجارية التى قام البنك بخصمها ثم أعاد خصمها لدى البنك المركزى أو لدى البنوك التجارية الأخرى . وما يقوم البنك بقبوله من الكمبيالات . وأيضا خطابات الضمان التى يصدرها البنك التجارى لمصلحة عملائه . كذلك يشمل هذا البند الأرصدة الدائنة التى تجمد لصالح البنك ، أو مستحقات الضرائب ، أو الفوائد المستحقة لبعض المودعين ، والنفقات التى استحقت على البنك ولكنها لم تدفع بعد ، مثل الأجور ومكافآت ترك الخدمة

المخصصة لموظفى وعمال البنك ... إلخ .

٢ - الأصول :

يظهر فى هذا الجانب أوجه استخدام البنك التجارى لموارده ، وهى تمثل العمليات التى يمارسها البنك كدائن . وأول ما يلاحظ على هذه الأصول هو تفاوتها تفاوتاً كبيراً فيما بينها سواء أكان ذلك من حيث السيولة ، أى سهولة التحويل إلى نقود ، أم من حيث الأرباح ، أى المقدرة على إغلال الإيراد . ذلك أنه فى حين تتمثل السيولة ذاتها فى الأرصدة النقدية الحاضرة ، لاتدر هذه الأرصدة على البنك دخلاً . وفى حين تغل السلف والقروض الدخل الجزيل للبنك ، تعتبر فى الوقت نفسه أقل أصول البنوك التجارية من حيث السيولة . ولما كان لكلا الناحيتين أهميتها لدى البنك التجارى ، فإن البنوك التجارية تحتفظ - تحقيقا لاعتبارات السيولة - بجزء من مواردها فى صورة احتياطى نقدى حاضر . وللاعتبارات نفسها يستثمر البنك جزءاً آخر من موارده فى بعض الأصول التى تتمتع ، وإن تضاءل ما تدره من دخل ، بدرجة عالية من سهولة التحويل إلى نقود بلا خسارة تذكر . ويطلق على هذا النوع من الأصول الاحتياطيات الثانوية . ثم يوزع ما تبقى بعد ذلك من موارده على مختلف الأصول التى تدر عليه الشطر الأكبر من دخله ، وأن قل - بدرجات متفاوتة - مقدار ما تتمتع به من سيولة . وتتمثل أهم بنود الأصول أو أوجه التوظيف فيما يلى :

٢ - ١ - الأرصدة النقدية الحاضرة :

ويطلق عليها السيولة من الدرجة الأولى ، ويمثلها من أصول البنك النقود الحاضرة التى يحتفظ بها فى خزائنه ، والتى تتخذ أساساً شكل الأوراق النقدية ، وذلك بالإضافة إلى ما يزيد من أرصدة البنك المودعة لدى البنك المركزى عن حد الرصيد الدائن الذى يلتزم بالاحتفاظ به لديه ، وما قد يوجد لدى البنك من ذهب ، والودائع تحت الطلب التى يحتفظ بها البنك لدى البنوك

التجارية الأخرى ، وأخيراً الشيكات تحت التحصيل من هذه البنوك لصالح البنك (١) .

٢-٢ - مجموعة الأصول التى يغلب عليها سمة السيولة :

يطلق عليها السيولة من الدرجة الثانية وهى نوعيات من التوظيف قصير الأجل ، ذات سيولة مرتفعة ، حيث يمكن تحويلها إلى نقدية فى أسرع وقت وبأقل جهد ونفقة ممكنة . وهى تحقق هدفاً مزدوجاً : السيولة المرتفعة لضمان السداد والاسترداد ، وتحقيق العائد من الاستغلال . ومن أمثلة تلك الأصول أذون الخزانة والأوراق الحكومية قصيرة الأجل ، والأوراق التجارية والكمبيالات المخصومة ، والقبول المصرفى . غير أن أهم هذه الأوراق فى المعاملات ، الكمبيالات والأوراق التجارية القابلة للخصم ، وهى غالباً ما تكون مستحقة الدفع فى داخل الدولة لكنها قد تكون مستحقة الدفع فى الخارج فى بعض الأحيان . ويتوقف حجم هذا التوظيف على سياسة كل بنك وإمكاناته ، وعلى عادات المتعاملين ، والموقف المنتظر لأصحاب الودائع ، والتقلبات التى يتعرض لها أصحاب القروض . وفى جميع الأحوال يجب أن نلاحظ أنها ترتبط أولاً بالأهداف الموسمية ، ويقصد بها حركة الودائع والقروض ، وتوقيت تدفقها ، سواء من حيث الدخول أو الخروج من ذمة البنك التجارى ، والتى وإن كانت تختلف من موسم إلى آخر ، فهى تتكرر خلال الفترات المختلفة بصورة منتظمة . وترتبط ثانياً باحتمالات تغير الاحتياطى الإجبارى طبقاً لتغير السياسة النقدية . وترتبط ثالثاً بدورة الأعمال من حيث الانكماش والتوسع فى الفترات المختلفة وما يترتب على ذلك من تغيرات فى احتياجات

---

(١) وجدير بالذكر أن الرصيد الدائن الذى يلتزم البنك التجارى بالاحتفاظ به لدى البنك المركزى لا يعتبر من الأصول السائلة للبنك من أية درجة كانت، ذلك أنه لا يستطيع التصرف فيه كباقى أصوله الأخرى ، بل يلتزم بإبقائه على الدوام كما هو لدى البنك المركزى طالما بقى حجم الودائع ونسبة الرصيد الدائن على ما هما عليه . والواقع أن الوظيفة الأساسية للرصيد الدائن لدى البنك المركزى تتحصل فى إعطاء السلطات النقدية أداة فنية لتنظيم عرض النقود الكتابية من قبل البنوك التجارية كما سوف نرى .

التمويل .

٢-٣ القروض:

وهى أكبر بنود الأصول على الإطلاق ، وتتعلق بتوظيف حقيقى ، يحقق عائداً مناسباً ولكنه فى نفس الوقت يمثل خطورة معينة . والقروض المقدمة من البنك تنقسم من حيث الغاية النهائية أو الغرض منها إلى نوعيات كثيرة من أهمها : القروض الصناعية والتجارية (قروض الأعمال) ، القروض الزراعية، القروض العقارية ، قروض الأفراد والمستهلكين ، القروض المالية أو المقدمة إلى المؤسسات المالية المتخصصة . وتمثل قروض الأعمال أكبر نسبة من نشاط البنك الإقراضى . أما القروض التجارية فهى عادة ما تكون قصيرة الأجل . وبالنسبة للقروض الصناعية فالأمر يتعلق بقروض ذات طبيعة زمنية أو أجلية ، وبحسب الأصل تعتبر قروضا قصيرة الأجل ولكنها متجددة . أما القروض الزراعية فهى فى غالبيتها قصيرة أو متوسطة الأجل ، وقليل منها مخصص للأجل الطويل . وتتعلق القروض العقارية ، وهى قروض مقدمة للأفراد والمشروعات ، بتمويل شراء وتجارة الأراضى والمبانى وإقامة المنشآت ، وتتميز بارتفاع أسعار الفائدة . وهذه القروض زادت نسبتها فى البلاد الصناعية المتقدمة ، ولكنها لم تتطور بنفس الدرجة فى البلاد النامية حيث توجد مؤسسات متخصصة فى هذا المجال ، وهى غالباً مؤسسات عامة أو حكومية . ويدخل فى إطار القروض المقدمة للأفراد لتمويل استهلاكاتهم ما يعرف ببطاقات الائتمان [(١)] . وغالباً ما تكون القروض المتعلقة بالمؤسسات المالية المتخصصة مقدمة بواسطة البنوك الكبيرة التى ترتبط بالمؤسسات المالية بعلاقات وثيقة (شركات قابضة مثلاً) . وفضلاً عن تلك القروض هناك بعض القروض التى تقدمها البنوك التجارية للمؤسسات غير الاقتصادية ، المؤسسات الاجتماعية ، لتمويل احتياجاتها المختلفة . مثال ذلك القروض المقدمة إلى المؤسسات التعليمية والدينية ومؤسسات الخدمات وغيرها .

---

(١) Credit – Cards

٢-٤- محفظة الأوراق المالية :

وهى تمثل سيولة من الدرجة الثالثة ، ويصعب تحويلها إلى سيولة من الدرجة الأولى حيث تحتاج إلى الوقت والجهد ، وتتعرض للتقلبات فى القيمة ، وتنطوى على احتمالات الخسارة والربح . وتمثل قروضا طويلة الأجل . ويشتمل هذا البند من جهة أولى الأوراق المالية الحكومية بخلاف أذونات الخزانة المشار إليها وتلك السندات المضمونة من الحكومة والأوراق الأخرى ذات الفائدة الثابته ، ومن جهة ثانية الحصص والأسهم التى يمتلكها البنك فى الشركات باعتباره مساهماً فيها . وتميل البنوك التجارية فى البلاد المتقدمة إلى استثمار جزء مهم من مواردها فى الأوراق المالية الوطنية لارتفاع العائد الذى تدره ، ولتطور الأسواق المالية بها . أما فى البلاد المتخلفة فنظراً لضيق السوق المالية الوطنية تعمل البنوك على الإقلال من الاستثمار فى هذا النوع ، وإن استثمرت فهى تفضل عادة الأوراق المالية الأجنبية .

٢-٥- أصول أخرى :

وتشمل مجموعة متنوعة من الحقوق للبنوك لم ترد فى البنود السابقة وعلى الأخص مبانيه وتجهيزاته ، والأصول الثابتة التى انتقلت ملكيتها اليه وفاء لديون الغير له ، وكذلك الإيرادات التى استحقت للبنك ولكنها لم تحصل بعد فعلاً ، والنفقات التى قام البنك بدفعها قبل أن يحل موعد التزامه بذلك كأقساط التأمين مثلاً .

وتمثل دراسة بنود كل من الأصول والخصوم فى ميزانية البنك التجارى أهمية كبرى للتحليل المالى لمعرفة مصادر إيراداته المختلفة الداخلية والخارجية والكيفية التى يستخدم بها البنك موارده فى الاستخدامات المختلفة .

الفصل الثالث

التطورات الحديثة فى دور البنك المركزى(١)

تعرض دور البنك المركزى ووظائفه وأهدافه للعديد من التغيرات الجوهرية منذ نشأة البنوك المركزية فى القرن السابع عشر وحتى يومنا هذا . ونظرا للدور المحورى الذى يلعبه البنك المركزى الآن فى الاقتصادات المعاصرة ، فإن أى تغيير فى هذا الدور ووظائفه وأهدافه لابد وأن يكون له صداه ليس فقط على المستوى الاقتصادى بصفة عامة ، والمالى والمصرفى بصفة خاصة ، ولكن أيضا على المستوى السياسى . هذا وإن كان من المفروض أن يأتى التطور بمزيد من الدعم لدور البنك المركزى من حيث النطاق والعمق ، إلا أن بعض التطورات الحديثة - على صعيد الأدب الاقتصادى والمصرفى على الأقل- تنبئ بحدوث إعادة هيكلة للدور المؤسسى للبنك المركزى فى علاقته بالحكومة من جهة وبالجهاز المصرفى من جهة أخرى ، رغم ما قد توحى به للوهلة الأولى من أنها تمثل انتقاصا وتراجعا فى دور البنك المركزى .

لذلك نحاول الآن أن نتتبع تطورات وظائف البنك المركزى للوقوف على أهم الاتجاهات الحديثة فى هذا الشأن ، وذلك من خلال المباحث الثلاثة التالية :

المبحث الأول : تطور دور ووظائف البنك المركزى .

---

(١) أخذت المادة العلمية للفصلين الثالث والرابع من بحث د . أسامه محمد الفولى بعنوان : الدور الحديث للبنوك المركزية بين الاستقلالية واعادة الهيكلة ، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية ، كلية الحقوق جامعة الاسكندرية ، العدد الثالث والرابع ١٩٩٤ . وتوجد الاشارات والمراجع بالكامل فى هذا البحث .

المبحث الثانى : الاتجاه الحديث فى قيام البنك المركزى بدوره فى إدارة السياسة النقدية .

المبحث الثالث : الاتجاه الحديث نحو فصل وظيفة الرقابة علـــى الجهاز المصرفى عن البنك المركزى .

المبحث الأول

تطور دور ووظائف البنك المركزى

البنك المركزى هو المؤسسة المسئولة عن تنظيم الهيكل النقدى والمصرفى للدولة ، وعن قيادة السياسة النقدية والائتمانية ، على النحو الذى يحقق أكبر منفعة للاقتصاد القومى . من هذا التعريف نجد أن البنك المركزى يتميز بالخصائص التالية :

١- **البند المركزى هو المؤسسة القادرة على خلق وتدمير "النقود القانونية"**، أى أدوات الدفع التى تتمتع بالقدرة النهائية والإجبارية على الوفاء بالالتزامات والتى تمثل قمة السيولة .

٢- **البنك المركزى هو المؤسسة المخولة** من قبل السلطات السياسية فى الدولة بالهيمنة على شئون النقد والائتمان فى الاقتصاد القومى .

٣- **البنك المركزى** يقع على **قمة الجهاز المصرفى** ، ويمثل السلطة العليا على البنوك وغيرها من المؤسسات المصرفية والمالية الخاضعة لرقابته .

٤- **البنك المركزى مؤسسة وحيدة** ، وغالبا ما تكون مؤسسة عامة . ويرجع ذلك إلى أهمية وخطورة الوظائف التى يعهد بها إلي البنك المركزى. لذلك فإن الأصل هو ابتعاد البنك المركزى عن القيام بالعمليات المعتادة للبنوك (بنوك تجارية أو بنوك استثمار أو بنوك متخصصة) .

أولا : من يمتلك البنك المركزى :

رغم اعتقاد البعض بضرورة أن تكون البنوك المركزية مملوكة ملكية عامة ، إلا أن ذلك لم يمنع من قيام بنوك مركزية مملوكة ملكية خاصة أو ملكية حكومية مشتركة مع القطاع الخاص ، واستمرارها على

هذا الوضع حتى يومنا هذا ، ولم يؤثر وجود الملكية الخاصة فـي قيـام البنوك بوظيفتها كبنوك مركزية على أفضل وجه. هـذا وبينمـا يحـدد الجدول رقم (١) تطور عدد البنوك المركزية على مستوى العالم ، يبين لنا الجدول رقم (٢) البنوك المركزية المملوكة ملكية خاصة بالكامـل أو ملكية مشتركة .

جدول رقم (١)

تطور عدد البنوك المركزية على مستوى العالم

١٧٠٠	١٨٠٠	١٨٥٠	١٩٠٠	١٩١٠	١٩٢٠	١٩٣٠	١٩٤٠	١٩٥٠	١٩٦٠	١٩٧٠	١٩٨٠	١٩٩٠
٢	٣	١٢	١٨	٢٠	٢٣	٣٤	٤١	٥٩	٨٠	١٠٨	١٣٧	١٦١

المصدر : السنوات ١٧٠٠ – ١٨٥٠ د. نبيل حشاد ، استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة ، اتحاد المصارف العربية، ١٩٩٤، ص ٣٠ – ٣١.

- السنوات ١٩٠٠ – ١٩٩٠ انظر :

Forrest capie, Charles goodhart, Stanly Fischer, and Norbert Schnadt, **the Future of Central Banking**, The Tercentary Symposium of the Bank of England, Cambridge University, Press, 1994, p.6.

جدول رقم (٢)

البنوك المركزية المملوكة ملكية خاصة أو ملكية مشتركة

نوع الملكية	الدولـــــة
ملكية خاصة سويسرا	الولايات المتحدة الامريكية (مملـوك للبنـوك اعـضاء النظام الاحتياطى الفيدرالى) . سويسرا (مملوك للمقاطعات بنسبة ٦٣% والباقى للقطاع الخاص). جنوب افريقيا .
ملكية مشتركة (% ملكية الحكومة)	استراليا (٥٠%) – بلجيكا (٥٠%) – شيلى (٥٠%) – اليونان (١٠%) – اليابان (٥٥%) – المكسيك (٥٠%)– تركيا (٢٥%) – ايطاليا (مملوك لشركات عامة) .

المصدر : نفس المصدر الأجنبى المذكور فى الجدول (١) ، ص ٥٦ .

ثانيا – تطور وظائف البنك المركزى :

منذ قيام البنك المركزى السويدى فى عام ١٨٦٦ ، كأول بنك مركزى فى العالم ، لم يكف الدور والوظائف المخولة للبنوك المركزية عن التطور حتى يومنا هذا ، وإن كانت سرعة وكثافة هذا التطور زادت بدرجة كبيرة فى العقدين الماضيين . فعلى مر التاريخ الطويل للبنوك المركزية تغيرت وظائفها باختلاف الدول ، وبتعاقب الفترات الزمنية فى الدولة الواحدة ، كعملية تكييف مستمر للمهمة الرئيسية للبنوك المركزية، ألا وهى التحكم فى الكتلة النقدية ، فى مواجهة التحديات المتجددة التى تفرضها الظروف والمتغيرات المستمرة على الصعيد الاقتصادى والسياسى والتكنولوجى .

والواقع أن أهم دافعين كانا وراء نشأة البنوك المركزية هما :

- الحصول على التمويل اللازم للحكومة سواء من خلال بنوك خاصة (مثل بنك انجلترا Bank of England الذى أسس فى عام ١٦٩٤) ، أو بنوك تابعة للدولة (مثل بنك الدولة الروسى Prussian State bank الذى أسس عام ١٨١٧) .
- توحيد عملية إصدار البنكنوت ، وإدارة وحماية احتياطى الدولة من الذهب والمعادن ، وتحسين نظام المدفوعات (مثل سويسرا وايطاليا والمانيا) . وبالإضافة إلى المنافع الاقتصادية من وراء هذا التوحيد ، فقد كان له أيضا دوافع سياسية ، وبصفة خاصة تسهيل الحصول على موارد للحكومة من خلال سك النقود seignorage revenue .

فدور البنك المركزى كان منحصراً فى هذين المجالين خلال النصف الأول من القرن التاسع عشر وفى بدايات القرن العشرين ، فإن أغلب التحليل الاقتصادى المتعلق بدور البنوك المركزية كان مركزا على الجوانب الإيجابية والسلبية لاحتكار عملية إصدار النقود . ويبدو أن المسائل الأخرى المرتبطة بهاتين الوظيفتين لم تكن محل اهتمام كبير من

قبل القائمين على صنع السياسة الاقتصادية فى ذلك الوقت .

ولكن مع وجود البنوك المركزية فى وضع قانونى يخولها العمل كبنك للحكومة وكمحتكر لإصدار العملة ، تطور دورها ليشمل وظيفتها كبنك البنوك ، وذلك بحكم تركيز الاحتياطيات السائلة للجهاز المصرفى فيها، وإمكانية لجوء البنوك إليها لإمدادها بالسيولة اللازمة فى حالة العجز الطارئ . هذا مع ملاحظة أنه فى الولايات المتحدة الأمريكية فى ذلك الوقت ، كان يقوم بذلك العمل بعض البنوك التجارية الكبيرة بالإضافة إلى بعض شركات المقاصة .

على أية حال فإن وجود البنوك المركزية كمصدر نهائى للعملة المحلية للنظام المصرفى أدى إلى أن تصبح أكثر ارتباطا بمهام ذات أهمية أكبر وأوسع نطاقا ، سواء على المستوى الوحدى ، كالاهتمام بسلامة الجهاز المصرفى ، أو على المستوى الكلى من خلال الاهتمام بحالة الاوضاع النقدية للاقتصاد القومى بصفة عامة . ونظرا للتعارض بين هذه المهام ، والتى كانت فى اتساع مستمر ، وبين عمليات البنوك التجارية القائمة على التنافس ، بدأت البنوك المركزية تنسحب من مجال الأنشطة المعتادة للبنوك التجارية لتركز جل عملها على الوظائف الرئيسية المميزة للعمل المصرفى المركزى .

المهم أنه مع بداية هذا القرن بدأت تبرز الحاجة لدور البنوك المركزية فى إدارة الكتلة النقدية بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادى على المستوى الكلى ، الأمر الذى حدا بالدولة إلى أن تتحكم بشكل صارم فى أعمال البنوك المركزية . وفى الثلاثينيات من هذا القرن ، وتحت تأثير الكساد الكبير ، وصلت التيارات الفكرية الاقتصادية (التى تطورت فى مرحلة سابقة) إلى قمة تأثيرها مؤكدة دور البنك المركزى فى تحديد المستوى الكلى للنشاط الاقتصادى ، وأصبح ينظر للسياسة النقدية باعتبارها جزء من مجموعة أدوات السياسة الاقتصادية بصفة عامة ،

وأصبح ينظر للبنك المركزى باعتباره المسئول عن تنفيذ هذه السياسة النقدية.

يتضح مما سبق أن تطور دور ومهام البنوك المركزية لتصبح إدارة السياسة النقدية على قمة وظائفها التقليدية يعد أمراً حديثا نسبيا . هذا الدور تبلور عقب انهيار قاعدة قابلية تحويل العملات الوطنية إلى ذهب وفقا لمعدل صرف ثابت . ففى غياب مقياس خارجى للقيمة ، أصبح المحدد الرئيسى للقيمة التبادلية للنقود (وبالتالى مستوى الأسعار) هو معدل التوسع النقدى فى حد ذاته . وأدى ذلك الوضع إلى حاجة الحكومات للتصدى للمشكلة وتنظيم عملتها وفقا لظروفها ، مستندة إدارة ذلك بالطبع إلى بنوكها المركزية .

وبناء على ما سبق يمكن أن نبلور أهم وظائف البنوك المركزية فى الوقت الحالى على النحو التالى :

أ - وظيفة الإصدار النقدى أو خلق وتدمير النقود القانونية :

تحتكر البنوك المركزية فى كافة دول العالم الحديث مسئولية إصدار النقود القانونية . ولقد كانت هذه الوظيفة - كما اسلفنا القول - هى الوظيفة الأولى للبنوك المركزية ، حتى أنه اطلق عليها فى بادئ الأمر "بنوك الإصدار" . ولعملية الإصدار للنقود القانونية التى تقوم بها البنوك المركزية وجهان :

الأول : ويتمثل فى الحصول على أصول حقيقية ، أو شبه نقدية ، أو نقدية من نوع مغاير تمثل جميعها التزامات من قبل أشخاص اقتصادية معينة (الدولة - دولة أجنبية - مشروعات صناعية وتجارية) ، أو من قبل أشخاص مصرفية (بنوك ومؤسسات مصرفية محلية أو أجنبية) لصالح البنك المركزى ، أى تعتبر بالنسبة للأخير حقا أو أصلا ، وتكون ما يسمى بغطاء الإصدار .

كذلك فإنها تعبر فى ذات الوقت عن قدرات الاقتصاد القومى وإمكانياته ، ويستند عليها البنك المركزى لمواجهة عملياته ، خاصة ما يتعلق منها بتغطية التزامات بإصدار أوراق النقد ، التى تعتبر لازمة لإمكانية تداول وتوزيع الناتج القومى ، والتى تمثل الوجه الثاني للعملية .

الثانى : وهو البنكنوت المصدر أو التزامات البنك المركزى قبل المؤسسات والأفراد، وكل حائز لهذه الوحدات النقدية المصدرة ، ولذلك فهى تعتبر بمثابة خصوم على البنك المركزى . وتعبر فى ذات الوقت عن إمكانيات التداول اللازمة للاقتصاد القومى .

والواقع أن مقدرة البنك المركزى على خلق النقود القانونية غير محددة عملا ، إلا فى الحدود التى يضعها المهيمنون على وضع السياسة النقدية والائتمانية ، فى ضوء تنبئاتهم الخاصة بالإنتاج وظروف الاقتصاد القومى بصفة عامة ، مراعاة للتوازن المفروض بين القدرات الحقيقية للاقتصاد القومى ممثلة فى الناتج القومى ، وأدوات الدفع ممثلة فى أوراق البنكنوت ، نظرا لإن اختلال هذا التوازن ستنعكس آثاره مباشرة على قيمة العملة الوطنية فتتراجع قوتها الشرائية وتزداد معدلات التضخم . من هنا يمكن أن نتصور حجم وخطورة الآثار المترتبة على اضطرار البنك المركزى للتوسع فى الإصدار النقدى ، تحت ضغط السلطة التنفيذية ، بما لا يتناسب وقدرة الجهاز الإنتاجي ، الأمر الذى دفع إلى المناداة بضرورة استقلال البنك المركزى على النحو الذى سنعرضه لاحقا بالتفصيل .

يبقى أن نقول أن هذه الوظيفة كانت ، ولا زالت وستظل ، من أهم وظائف البنوك المركزية ، نظراً لارتباطها اللصيق بإدارة السياسة النقدية، التى أصبحت تحتل الآن بالفعل مكان الصدارة بين وظائف البنك المركزى على النحو الذى سنوضحه بالتفصيل .

ب- قيام البنك المركزى بوظيفة بنك الحكومة :

من أهم وأقدر الأدوار التقليدية للبنوك المركزية قيامها بوظيفة بنك الحكومة ، والتى تشمل قيامه بما يلى :

١- الاحتفاظ وإدارة حسابات الهيئات والمؤسسات الحكومية المختلفة.

٢- تقديم التسهيلات الائتمانية للحكومة ومؤسساتها المختلفة ، وتقديم القروض المباشرة للحكومة لتمويل عجز الميزانية .

٣- تحصيل الايرادات الحكومية .

٤- شراء وبيع العملات الأجنبية لصالح الحكومة وإدارة احتياطياتها من العملات الأجنبية والمعادن الثمينة .

٥- إدارة إصدارات الأوراق المالية الحكومية من سندات وأذون خزانة، وإدارة الدين العام الداخلى ، وإدارة الدين الخارجى كذلك فى غالب الأحيان.

٦- العمل كمستشار مالى للحكومة فى المسائل النقدية والمالية بصفة خاصة وفى المسائل الاقتصادية بصفة عامة .

ورغم أهمية الدور الذى تلعبه وظيفة البنك المركزى كبنك للحكومة، إلا أن التطورات الحديثة فى دور ومهام البنوك المركزية أدى إلى تراجع أهمية هذه الوظيفة إلى الحد الذى يفرغها من أى مضمون ، وذلك على النحو الذى سنتناوله بالتفصيل عند استعراضنا للاتجاه الحديث نحو استقلال البنوك المركزية عن السلطة التنفيذية وتحريرها من أية ضغوط سياسية .

جـ- القيام بوظيفة بنك البنوك :

يقف البنك المركزى على قمة الجهاز المصرفى ، وهو المنظم الرئيسى لهيكله وأنشطته والمسئول - بصفة عامة - عن رقابته وتطويره. وتتفرع وظيفة البنك المركزى كبنك للبنوك إلى عدة وظائف

فرعية أهمها ما يلى :

١- تتجمع فى البنك المركزى الاحتياطيات النقدية التى تلتزم البنوك التجارية - وغيرها - بإيداعها لديه . هذا وقد أصبحت أداة الاحتياطى الالزامى من أهم الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية فى العصر الحديث.

٢- القيام بدور المقرض الأخير Lender of last resort وهى تعتبر من أهم المعالم الرئيسية لدور البنك المركزى كبنك للبنوك ، باعتباره المصدر النهائى للسيولة المحلية . هذا وينبغى التفرقة بين مفهومين مختلفين لتلك الوظيفة :

- **المفهوم التقليدى لوظيفة مقرض الملاذ الأخير** ، والذى يتمثل فى قيام البنك المركزى بتوفير احتياطيات إضافية بشكل مؤقت فى حالة حدوث فقدان مفاجئ للثقة فى النظام المصرفى ككل ، ينتج عنه مسحوبات ضخمة من بعض البنوك دون أن تودع فى بنوك أخرى، فنكون من ثم بصدد حالة هروب إلى السيولة النقدية flight-to-cash. وفى حالة عدم قيام البنك المركزى بإجراء مضاد لمعادلة أثر هذه المسحوبات ، فإن خسارة احتياطيات البنوك ستؤدى إلى تقليص مضاعف فى حجم النقد والائتمان . ورغم ندرة هذه الحالة ، إلا أن آثارها - لو حدثت - تكون فى غاية القسوة والخطورة على القطاع العينى فى الاقتصاد القومى . وهذا ما أثبتته تجربة الاحتياطى الفيدرالى Federal Reserve فى الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث فشل فى القيم بوظيفته كما ينبغى أثناء أزمة الثلاثينات الشهيرة. كذلك فإن انهيار سوق الأوراق المالية فى اكتوبر ١٩٨٧ وفى ١٩٨٩، دفع البنوك المركزية على مستوى العالم إلى الاعلان الصريح عن استعدادها للقيام بدور المقرض الأخير ، وذلك لمنع حدوث أى اهتزاز للثقة فى الجهاز المصرفى . والعمل كمقرض

أخير وفقا لهذا المفهوم التقليدى يمكن اعتباره بمثابة تعليق مؤقت لأهداف السياسة النقدية ، وذلك بهدف مواجهة التغير الحاد فى طلب الجمهور للنقد . وتعتبر تلك الوظيفة ، المقصود بها حماية الكيان المصرفى ككل ، من الوظائف التى لا يمكن فصلها عن الوظيفة الرئيسية للبنك المركزى فى إدارة السياسة النقدية .

- **المفهوم الثانى لوظيفة مقرض الملاذ الأخير** يتمثل فى قيام البنك المركزى بإقراض إحدى الوحدات المصرفية التى تعانى من مشاكل، فى الوقت الذى يسير فيه النظام المصرفى ككل بشكل سليم ومعتاد . ويذهب الاتجاه الحديث الآن إلى تفضيل عدم إقراض وحدة مصرفية متعثرة ، خوفا من المخاطر التى يمكن أن تلحق بميزانية البنك المركزى (فى حالة عجز تلك الوحدة عن سداد دينها له) . فإذا كانت تلك الوحدة لا تزال قادرة على الاقتراض فى السوق ، وذلك بشرط أن تكون الوحدات المصرفية الأخرى لا تزل معترفة بقدرتها على السداد.

ونظراً للحساسيات السياسية التى يمكن أن يتضمنها قرار البنك المركزى بتدعيم مثل هذه الوحدات المتعثرة ، فقد يكون هناك أساس لمناداة البعض بضرورة عدم قيام البنك المركزى بوظيفة المقرض الأخير وفقا لهذا المفهوم الثاني ، حيث من الواضح أن قرار الاقراض يصدر وكأنه متخذ من قبل الحكومة . ويضيف البعض أنه من الأفضل أن نترك هذه الوظيفة للجهات المختصة بالتأمين على الودائع، أو نترك تلك المهمة للحكومة ، لتقوم بتمويلها مباشرة من ميزانيتها .

٣- كذلك يقوم البنك المركزى كبنك للبنوك بإجراء عمليات المقاصة والتسويات clearance and settlement بين البنوك . ويعتبر البنك المركزى هو أكثر المؤسسات ملاءمة للقيام بتلك الوظيفة ،

حيث أنه يحتفظ لديه بحسابات للبنوك (التجارية بصفة خاصة) أعضاء الجهاز المصرفى، ويحتفظ كذلك باحتياطياتها النقدية . هذا وتعتبر وظيفة الاشراف على نظام المدفوعات payments system من أهم وأدق وأخطر وظائف البنوك المركزية ، نظراً لعلاقته الوثيقة باستقرار الجهاز المصرفى والمالى . هذه الأهمية تزداد يوما بعد يوم نظراً للتزايد المستمر ، على المستوى الدولى والمحلى ، فى عدد المؤسسات المصرفية والمالية ، وتضخم حجم تعاملاتها إلى مستويات غير مسبوقة ، بفضل التطور الرهيب والمتسارع فى الصناعة المصرفية ومنتجاتها على المستوى الدولى (انظر الجدول رقم ٣) ، وبفضل التحرير المستمر وإزالة القيود الخاصة بتجارة الخدمات المالية الدولية ، وبفضل التطورات المتلاحقة فى تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ، وخاصة فيما يتعلق بالتحول من نظام القيد الدفترى إلى نظام القيد الفورى الالكترونى computerized on - line book entry .

جدول رقم (٣)

تطور الوساطة المالية على المستوى الدولى

السنة	النسبة المئوية للأصول الخارجية للبنوك بالنسبة للناتج القومى الإجمالى(١)	النسبة المئوية للسندات الدولية بالنسبة للناتج القومى الاجمالى
١٩٧٥	١٠,٦	٠,٥ (٢)
١٩٨٠	١٧,٠٠	٢,٢ (٣)
١٩٨٥	٣٠,٩	٦,٣
١٩٩٠	٣٣,٦	٨,٤

(١) الأصول الخارجية لكل البنوك فى الدول الملتزمة بإرسال تقاريرها إلى بنك التسويات الدولية ، بالإضافة إلى بعض أسواق "الاوفشور" . والأرقام تتعلق ببيانات نهاية العام . الناتج القومى الإجمالى خاص بدول منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية بالأسعار الجارية ووفقا لمعدلات الصرف السائدة .

(٢) تقديرات .

(٣) تقديرات .

المصدر :
Antonio Fazio, Role and Independence of Central Banks, in P.Downes and Reza Vatez - Zadeh, the Evolving Role of Central Banks, IMF, 1991, pp. 121-139 (p.127).

د - قيام البنك المركزى بوظيفة الأشراف والرقابة على البنوك :

يعتبر الأشراف والرقابة على البنوك (وغيرها من المؤسسات المصرفية والمالية) من الوظائف التقليدية للبنوك المركزية بهدف المحافظة على سلامة واستقرار الجهاز المصرفى ، وحماية أموال المودعين والمساهمين . هذا وقد زادت أيضا أهمية تلك الوظيفة فى السنوات الأخيرة مع زيادة عدد المؤسسات المصرفية وحجم عملياتها ، والتنوع (والتعقد) المتزايد للمنتجات والخدمات المصرفية والمالية التى تقدمها بفضل الابتكارات المستمرة فى الصناعة المصرفية والمالية ، هذا بالإضافة إلى زيادة حجم ونوعية المشاكل التى تتعرض لها هذه المؤسسات، وتعرض الكثير منها لمخاطر التعثر . ومن أهم ما تشمله هذه الوظيفة ما يلى :

١- وضع القواعد الخاصة بالتصريح بتأسيس مؤسسات مصرفية (أو مالية) جديدة ، ودراسة مدى جدوى تأسيس وحدات جديدة منها ، وسلطة منح هذه التراخيص وسحبها .

٢- تلقى البيانات والمعلومات الواردة من الوحدات المصرفية (والمالية) العاملة الخاضعة لرقابة البنك المركزى وتصنيفها للأغراض المختلفة.

٣- وضع القواعد الخاصة بتنظيم ورقابة عمليات البنوك ، وبصفة خاصة فى المسائل التى سكتت عن تنظيمها القوانين واللوائح الصادرة فى هذا الشأن أو فوضت للبنك المركزى صراحة أمر تنظيمها ، وإصدار التعليمات والتوجيهات اللازمة للوحدات الخاضعة للرقابة .

٤- دراسة البيانات والمعلومات الواردة من البنوك (رقابة مكتبية) ،

والقيام بالتفتيش الدورى على الوحدات الخاضعة للوقوف على مدى سلامة مراكزها المالية ومدى التزامها بالتعليمات والضوابط الرقابية الصادرة من البنك المركزى (رقابة ميدانية) ، وبصفة خاصة مدى التزامها بكل من :

أ - معدل كفاية رأس المال .

ب- معدلات السيولة المقررة .

جـ- سياسة تصنيف التسهيلات الائتمانية .

د - التعليمات والضوابط المقررة بشأن التركزات الائتمانية وترشيد السياسة الائتمانية .

هذا وقد حددت بعض المصارف المركزية ، وبصفة خاصة الاحتياطى الفيدرالى Federal Reserve فى الولايات المتحدة الأمريكية ، نطاق التفتيش فى خمس نقاط أطلق عليها اسم CAMEL وهى : رأس مال المصرف Capital Adequacy ، ونوعية الموجودات Assets Quality ، وكفاءة الإدارة Management Efficiency ، والإيرادات Earnings والسيولة Liquidity .

والواقع أن استمرار البنوك المركزية فى الاضطلاع بوظيفة الأشراف على البنوك أصبحت محل جدل كبير فى السنوات الأخيرة ، وذلك بمناسبة الكلام عن استقلالية البنوك المركزية ، خاصة وأن هناك العديد من الدول تمارس فيها هذه الوظيفة جهات أخرى غير البنك المركزى، وهى النقطة التى سنتعرض لها لاحقا بالتفصيل .

هـ- قيام البنك المركزى بوظيفة إدارة السياسة النقدية والائتمانية :

تعتبر وظيفة البنك المركزى فى إدارة السياسة النقدية والائتمانية،

رغم أنها أحدث الوظائف تاريخيا ، هى أهم وظائف البنوك المركزية على الاطلاق فى العصر الحديث . كذلك تعتبر قضية استقلال البنك المركزى عن السلطة التنفيذية فى إدارة السياسة النقدية من أكثر القضايا التهابا وإثارة للجدل ، ليس فقط على مستوى الساحة المصرفية ، ولكن على مستوى الأدب المصرفى والمالى والاقتصادى والسياسى أيضا . فالبنك المركزى هو الذى يخلق النقود القانونية ، وهو فى نفس الوقت الذى يلعب الدور الرئيسى فى التأثير على قدرة البنوك التجارية على خلق نقود الودائع ، وذلك فى اطار سياسة نقدية معينة يتحتم أن تكون موجهة لخدمة أهداف معينة ، والتى يتعين فى ذات الوقت أن تخضع لمعايير وضوابط معينة حتى لا تحيد عن تحقيق الأهداف المرجوة منها ، أو تخل بالتوازن المفروض فى حالة التعارض بين الأهداف ، ويتعين أيضا أن تتزود بالأدوات الضرورية الكفيلة بتمكينها من أداء دورها على أكمل وجه ، كأحدى السياسات الاقتصادية على المستوى الكلى ، والتى ينبغى أن تتناسق مع غيرها من السياسات الاقتصادية الأخرى بصفة عامة، والسياسة المالية بصفة خاصة .

والواقع أن وظيفة البنك المركزى فى إدارة السياسة النقدية والائتمانية على هذا النحو تعد حديثة نسبيا ، بالمقارنة بالوظائف الأخرى السابق ذكرها، وإن أصبحت الآن على قمة هذه الوظائف . ومن ناحية أخرى فإنه حدثت بعض التطورات الهامة فى العقدين الماضيين فيما يتعلق بدور وسلطة البنك المركزى فى وضع وتنفيذ السياسة النقدية ، وفيما يخص طبيعة الأهداف المفروض عليها أن تحققها وأولوياتها ، على النحو الذى نعرض له الآن بالتفصيل .

المبحث الثانى

الاتجاه الحديث فى قيام البنك المركزى بدوره فى إدارة السياسة النقدية

ينصرف اصطلاح السياسة النقدية إلى السياسة التى تهدف إلى التحكم فى الأوضاع النقدية والائتمانية فى الدولة ، تحقيقا لأهداف اقتصادية معينة ، يتمثل أهمها - بصفة عامة - فى استقرار الأسعار والحفاظ على قيمة العملة ، وزيادة حجم الناتج والدخل القومى ، ورفع معدلات التشغيل للعمالة ، وتوازن المدفوعات الخارجية ...الخ، وذلك استخداما لأدوات معينة مباشرة وغير مباشرة .

هذا وتختلف أهداف السياسة النقدية باختلاف مستوى التطور الاقتصادى ، والهيكل المصرفى والمالى ، والسياسات الاقتصادية والمالية الأخرى للدولة من جانب ، وباختلاف المراحل الزمنية التى تمر بها الدولة من جانب آخر . ومن الواضح أن هذه الأهداف قد تتعارض مع بعضها البعض ، وتحقيق بعضها لا يتأتى - فى بعض الأحيان - إلا على حساب البعض الآخر . ويتحدد فى ضوء الأهداف المختارة اتجاه السياسة النقدية ، وطبيعة الأدوات الواجب استخدامها والأكثر ملائمة لتحقيق هذه الأهداف .

المطلب الأول

الاتجاهات الرئيسية للسياسة النقدية

يمكن التمييز بين اتجاهين رئيسيين للسياسة النقدية أحدهما توسعى والآخر تقييدى .

فالاتجاه التوسعى يعنى أن التحكم فى حجم وسائل الدفع يجب أن يتجه نحو تحقيق زيادة النشاط الاقتصادى ، حتى ولو أدى إلى ارتفاع مقبول فى معدل التضخم ، سيؤدى بالطبع إلى زيادة الأسعار ، إلا أنه سيؤدى فى نفس الوقت إلى زيادة القوة الشرائية ، وزيادة الطلب الاستثمارى ، وتحقيق مستوى أعلى للتشغيل . وهذا لا يتأتى إلا إذا قام البنك المركزى بزيادة حجم وسائل الدفع ، وخفض سعر الفائدة وتشجيع الائتمان.

والاتجاه الثانى تقييدى إذا ما رأت السلطات النقدية أن هناك ارتفاعا فى معدل التضخم وزيادة فى الاسعار تقابلها دائما المطالبة بزيادة الأجور فإنها تعمد من ثم إلى تقييد حجم الإنفاق ، وتدفع البنك المركزى إلى إنقاص حجم وسائل الدفع ، وتقييد الائتمان فى محاولة لتثبيت الأجور والأسعار . ويقوم البنك المركزى كذلك برفع سعر الفائدة لتشجيع الأفراد على الادخار ، والإقلال من حجم الاستهلاك .

وقيام البنك المركزى بتوجيه السياسة النقدية فى أحد الاتجاهين إنما يتوقف على طبيعة الأهداف المراد تحقيقها ، والتى تتوقف بدورها على العديد من العوامل الاقتصادية والسياسية .

تطور أهداف السياسة النقدية :

أولا : لم يتبلور الدور الحقيقى للسياسة النقدية إلا فى الثلاثينيات من هذا القرن ، وتحت وطأة الكساد الكبير ، وفى ذروة الثورة الكينزية ، وأصبح ينظر إليها كأداة رئيسية من أدوات السياسة الاقتصادية ، وبدأ التأكيد على دور البنوك المركزية ، كمدير للسياسة النقدية ، فى تحديد المستوى الكلى للنشاط الاقتصادى () . وبدأت بالفعل تشريعات البنوك المركزية الصادرة خلال الثلاثينات والاربعينات ، تتضمن تكليفا رئيسيا للبنك المركزى يشمل الحفاظ على الاستقرار النقدى من ناحية ، ودفع التشغيل الكامل وزيادة الإنتاج إلى أعلى مستوى من ناحية أخرى . كذلك

فإن حاجة الدولة إلى إدارة الكتلة النقدية بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادى على المستوى الكلى أدى بها إلى أن تتحكم بشكل صارم في أعمال البنوك المركزية ، حتى ولو أدى الأمر إلى تأميمها ، وهو ما حدث بالفعل ، حيث كانت أغلب التأميمات فى أوروبا الغربية خلال عقدى الثلاثينات والاربعينات كما يتضح لنا من الجدول رقم (٤) .

جدول رقم (٤)

أهم البنوك المركزية المؤممة فى فترة الثلاثينات والاربعينات

سنة التأميم	البنك المركزى	
١٩٣٦	البنك الوطنى الدانمركى	Danmarks National Bank
	بنك الاحتياطى النيوزيلندى	Reserve Bank of New Zeland
١٩٣٨	بنك كندا	Bank of Canada
١٩٤٥	بنك فرنسا	Banque de France
١٩٤٦	بنك انجلترا	Bank of England
١٩٤٨	بنك هولندا	Nederlandshe Bank
	البنك الوطنى البلجيكى	Banque National de Belgique
١٩٤٩	بنك النرويج	Norges Bank
	بنك الاحتياطى الهندى	Reserve Bank of India

المصدر : نفس المصدر الأجنبى للجدول رقم (١) ، ص ٢٣ .

فوجهة النظر التى كانت سائدة إذن منذ الثلاثينات وحتى السبعينات، من هذا القرن ، كانت تنظر إلى دور السياسة النقدية باعتباره دوراً مساعداً ، وحيث كانت السياسة المالية هى التى تهم بالمقام الأول . فهدف السياسة النقدية الرئيسى كان تدعيم السياسات الاقتصادية العامة للحكومة ، فإذا ما طلبت الحكومة ائتمانا من الضخامة بحيث يتسبب حتما فى رفع معدلات التضخم ، فإن هذا كان يعتبر حقا من حقوقها ، لا يملك البنك المركزى أمامه إلا الانصياع لأوامرها ، باعتباره منفذا للسياسة النقدية التى تضعها ، فحينئذ كانت السلطات التنفيذية تسعى لتحقيق أهداف اقتصادية معينة وتضع السياسة النقدية الموازنة ، وعلى البنك المركزى أن يسعى من جانبه لتحقيقها . كذلك فإن منح الائتمان لدعم التنمية كان ينظر إليه ، ولا يزال ، باعتباره واجبا رئيسيا من واجبات البنوك المركزية فى الدول النامية .

ثانيا : كانت تجربة السبعينات هى التى وضعت حداً للاتجاه السابق، عندما معدل التضخم إلى أكثر من ٢٠% فى بعض الدول ، فى الوقت الذى استمرت فيه المعدلات المرتفعة للبطالة ، فيما عرف بظاهرة الكساد التضخمى Stagffation ، ولم تؤد المبالغ الضخمة التى تم ضخها فى شرايين الاقتصادات إلى تخفيض معدلات البطالة .

كذلك كان هناك التأثير الهام للقوة والمهابة المتزايدة للبنك المركزى الألمانى ، والذى كان مجبراً بحكم القانون على أن يضع مهمة الحفاظ على استقرار الأسعار فى المقام الأول ، وكانت النتيجة نجاح الاقتصاد الألمانى فى تحقيق أكبر معدلات نمو وأقل معدلات تضخم بالمقارنة بإقرانه الأوروبيين والأمريكيين .

أيضا كان هناك عامل هام تمثل فى الإسهام الرئيسى لمدرسة الاقتصاديين النقديين ، أمثال "ميلتون فريدمان Miltion Friedman" و"كارل برونار Carl Brunner" ، فى الاقناع بضرورة جعل استقرار

الأسعار هو الهدف الرئيسي للسياسة النقدية . وحتى يصلوا إلى هذه النتيجة كان عليهم اقناع غيرهم من الاقتصاديين من ناحية ، وصناع السياسة من ناحية أخرى ، بأن استمرارية التضخم تعود إلى عامل العرض النقدى ، وهو عامل يمكن التحكيم فيه بسهولة من خلال السياسة النقدية، أكثر مما تعود إلى عوامل أخرى مثل ضغط وارتفاع الأجور . وبالطبع فإن مجرد الاسهام الفكرى لم يكن هو الحاسم ، إلا عندما قرر السياسيون جعل الحفاظ على استقرار الأسعار هو هدفهم الرئيسى .

يضاف إلى العوامل السابقة عامل آخر هام تمثل في تغير المعادلتين المالية والسياسية فى نفس الوقت ضد لعبة التضخم التى استطاعت الحكومات من خلالها ، حتى بداية الثمانينات وبصفة خاصة فى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ، أن تمول توسعها الرهيب وغير المبرر فى الإنفاق العام ، وأن تخفض القيمة الحقيقية لديونها القائمة ، كل ذلك فى ظل اضطرار البنوك المركزية الخاضعة لها إلى طبع المزيد من البنكنوت لتمكينها من الإسراف فى الإنفاق ، ورفع معدلات التضخم فى نفس الوقت ، بشكل أسرع . ولكن مع نمو الوعى العام ضد هذه اللعبة ، وتزايد النفوذ السياسى لجماعة الضغط المنادية بضرورة اتباع سياسات نقدية سليمة ، أصبح من الصعب الاستمرار فى فرض هذه الضريبة التضخمية Inflation tax . ومن ناحية أخرى أصبحت الأسواق المالية فى غاية الحساسية تجاه أدنى تسيب من قبل السياسات النقدية المتبعة ، وأدى التدويل المستمر للأسواق المالية ، ودفعة الثقة الكبيرة فى السياسات النقدية ، إلى خلق رواج عالمى للسندات الحكومية لتوفر التمويل المطلوب للحكومة بعيداً عن التضخم ومشاكله . عندئذ فقد التضخم جاذبيته السياسة والمالية ، وأصبحت الكلمة الأولى للسياسة النقدية ولضرورة الحفاظ على استقرار الأسعار وحماية قيمة العملة وقوتها الشرائية باعتبارها الأهداف الرئيسية للسياسة النقدية .

من هنا أصبح استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسى ، إن لم الهدف الوحيد للسياسة النقدية . فصناع السياسة الاقتصادية متفقون على الآثار السلبية للمعدلات المرتفعة للتضخم على النمو والتشغيل والإنتاجية فى المدى الطويل ، ويتفقون كذلك (وفى الاقتصادات المتقدمة على الأقل) على أن التضخم ظاهرة نقدية يمكن تفاديها فقط من خلال التحكم الصارم فى نمو النقد والائتمان . ومن ثم أصبحت المهمة الجوهرية للبنك المركزى الآن هى وضع وتنفيذ السياسة النقدية (بالإضافة إلى إدارة سعر الصرف) بحيث تنصب أساساً على تنظيم وضبط عرض النقوذ والائتمان فى المجتمع ، على النحو الذى يضمن تحقيق استقرار الأسعار والتحكم فى التضخم وتحجيمه عند معدلات منخفضة . هذا التصور الخاص بضرورة أن يتمركز الدور الرئيسى للسياسة النقدية – أو يقتصر – على تحقيق استقرار الأسعار ، وإن لم يكن جديدا فى ذاته ، إلا أن الجديد هو الاجماع المنعقد بشأنه الآن .

المطلب الثانى

الاتجاه الحديث نحو التركيز على استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية

أدوات السياسة النقدية هى الأدوات المتاح للبنك المركزى أن يستخدمها للتأثير على حجم وسائل الدفع ، فى إطار سياسة نقدية وائتمانية معينة، وبغرض تحقيق أهداف معينة . فمن خلال هذه الأدوات يتمكن البنك المركزى – بغرض تحقيق هدف معين لسياسته النقدية – من التأثير بصفة خاصة على سيولة البنوك التجارية ، حتى يتحكم بالتالى فى حجم وسائل الدفع الخاصة بنقود الودائع ، والتى ستتحول عاجلا وآجلا لنقود قانونية . وتمكن هذه الأدوات البنك المركزى فى ذات الوقت من

رقابة وتوجيه البنوك التجارية في عملية خلقها للائتمان .

وهذه الأدوات المتاحة للبنك المركزى تختلف من بلد لآخر وفقا لمرحلة التنمية التى يمر بها ، ووفقا للنظام السياسى والمؤسسى السائد ، والهيكل المالى والمصرفى القائم . ومن جهة أخرى فإن أدوات السياسة النقدية قد تكون أدوات مباشرة أو أدوات غير مباشرة ، وفقا للأسلوب الذى يتبعه البنك المركزى فى التحكم فى حجم النقد والائتمان فى الاقتصاد القومى ، تنفيذا لسياسة نقدية وائتمانية معينة .

أولا - الأدوات المباشرة :

هى أدوات السياسة النقدية التى يتمكن البنك المركزى بواسطتها من التحكم المباشر والمحدد لحجم الائتمان الذى يمكن للبنوك التجارية (أو غيرها) أن تمنحه ، ومن التأثير على حجم الائتمان الموجه لقطاع معين (أو أكثر) . وغالبا ما لا تلعب قوى العرض والطلب فى السوق الدور الرئيسى فى تحديد هذه الأدوات المباشرة ، ويصعب كذلك على البنوك التملص منها أو الالتفاف حولها . ومن أهم صور هذه الأدوات المباشرة ما يلى :

- سقوط الائتمان **Credit Ceilings** ، حيث يتحدد سقف الائتمان بالنسبة للجهاز المصرفى بصفة عامة ، ثم يعاد تحديده بالنسبة لكل بنك على حدة وفقا لمعايير متعددة قد يكون نسبة من حجم تسهيلات البنك الائتمانية فى تاريخ معين ، أو نسبة من حجم ودائعه ، أو أى معيار آخر يحدده البنك المركزى .
- نسب السيولة القانونية **Statutory liquidity ratios** التى يتعين على البنك - أو البنوك - الالتزام بها .
- حصص إعادة الخصم **rediscount quotas** التى يسمح بها لكل بنك على حدة .

- الفرض التحكمى لأسعار الفائدة **interest rate controls** حيث عادة ما تفرض أسعار فائدة تمييزية لتشجيع منح الائتمان لقطاع معين.

- التسهيلات الائتمانية المباشرة **direct credits** بمعنى توفير قدر معين من التسهيلات الائتمانية لقطاعات معينة ، كما فى حالة الاعتمادات المقررة للبنوك المتخصصة .

- تحديد الهامش **margin requirement** بالنسبة للاعتمادات التى تفتحها البنوك التجارية لتمويل أنشطة معينة ، وبصفة خاصة تمويل شراء الأوراق المالية والعملات . والهامش يعنى النسبة التى يجب أن يوفرها العميل من قيمة الاعتماد المفتوح (ويمتنع على البنك فاتح الاعتماد أن يغطيها فى نفس الوقت) .

- تقنين الائتمان **credit rationing** بمعنى تحديد حجم الائتمان الموجه لقطاع معين أو لغرض معين ، كما يحدث غالبا عند الرغبة فى الحد من الائتمان الموجه للاستهلاك بصفة عامة ، أو الحد من استهلاك سلع معينة بالذات .

ثانيا – الأدوات غير المباشرة :

تتميز الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية بأنها تمكن البنك المركزى من التحكم فى حجم الائتمان على المستوى الكلى وبصورة غير مباشرة ، وبأنها أكثر مراعاة لقوى العرض والطلب فى السوق ، وتسمح للبنوك من ثم بقدر من الحركة والمناورة . ومن أهم صور الأدوات غير المباشرة ما يلى :

- سعر الخصم **discount rate** وهو سعر الفائدة الذى يتقاضاه البنك المركزى مقابل توفير السيولة النقدية اللازمة للبنوك ، إما من خلال الإقراض المباشر ، أو من خلال إعادة خصم rediscounting أو شراء الأوراق التجارية التى تقدمها له البنوك . وهذا السعر لا يتحدد

بواسطة البنك المركزى بناء على عرض كمية الأوراق التجارية المقدمة للخصم أو الطلب على السيولة ، بل يتحدد بطريقة أعم بهدف التأثير على السوق النقدى وعلى قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان . فإنقاص سعر الخصم من شأنه أن يؤدى إلى زيادة الائتمان فى السوق ، بينما تؤدى زيادة سعر الخصم إلى التقييد من حجم الائتمان ، وذلك بسبب التأثير المباشر لسعر الخصم لدى البنك المركزى على أسعار الفائدة السائدة فى السوق من ناحية ، وعلى كمية وسائل الدفع وإقبال البنوك على خصم ما لديها من أوراق تجارية وتغيير حجم سيولتها وقدرتها على منح الائتمان من ناحية أخرى. ونظرا لوجود عدة عوامل قد تحد من فاعلية استخدام سعر الخصم لدى البنك المركزى كأداة غير مباشرة للسياسة النقدية ، فإنها تحتاج من ثم إلى تدخل أدوات أخرى مكملة لتحقيق فاعلية أكبر .

- **الاحتياطى الإجبارى reserve requirement** الذى يتمثل فى احتفاظ البنوك بنسبة معينة من الودائع التى بحوزتها لدى البنك المركزى كحد أدنى . هذا وقد كان الهدف من هذه الأداة فى البداية حماية المودعين ضد مخاطر تصرفات البنوك التجارية وأصبحت الآن من أهم الأدوات غير المباشرة للتأثير على قدرة البنوك التجارية فى خلق الائتمان ، حيث تؤدى زيادة هذه النسبة إلى الحد من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان (كنتيجة لانخفاض حجم السيولة المتاح لدى البنوك من ناحية ، وبسبب اضرار البنوك لرفع أسعار الإقراض لتعويض التكلفة الناتجة عن أخذ فائدة عن هذا الاحتياطى الاجبارى من ناحية أخرى) ، بينما يؤدى تخفيض هذه النسبة إلى زيادة قدرة هذه البنوك على منح الائتمان . وبالطبع تغيير هذه النسبة وفقا لظروف وأوضاع السوق النقدى بصفة خاصة والاقتصاد القومى بصفة عامة . ورغم التوسع فى استخدام هذه الأداة إلا أن فعاليتها قد

تحد بسبب ما تتخذه البنوك التجارية عادة من إجراءات للحد من تأثير، ومن ثم يتعين أن يكون هناك تدخل لأدوات أخرى مكملة حتى تكون فاعليتها أكبر .

- **عمليات السوق المفتوحة open market operations** وتتمثل فى دخول البنك المركزى مشتريا أو بائعا للأوراق المالية والتجارية (الأوراق المالية الحكومية فى غالب الأمر) فى السوق النقدى ، وذلك بهدف التأثير على سيولة السوق النقدى بصفة عامة ، والتأثير من خلالها بالتالى على سيولة البنوك التجارية ، باعتبارها أهم الأطراف المتعاملة فى هذا السوق . ومن ثم تختلف عمليات السوق المفتوحة عن أداة سعر الخصم أو أداة الاحتياطى الاجبارى فى أن الأخيرتين تمارسان تأثيرهما على سيولة البنوك التجارية ، الأمر الذى ينعكس فى النهاية على سيولة السوق النقدى . والواقع أن فاعلية هذه الأداة تتوقف إلى حد كبير على طبيعة السوق النقدى من حيث حجمه وشموله واتساعه وتوافر الأدوات المالية والتجارية القابلة للتداول فيه، وعلى استعداد اطرافه للمشاركة الإيجابية والفعالة فى عملياته . كذلك فإن فاعلية هذه الأداة تتوقف على طبيعة مصالح الأطراف الرئيسيين (البنك المركزى من جانب والبنوك التجارية من جانب آخر) فى وقت الاستخدام ، فهذه المصالح قد تتلاقى ويتحقق الغرض من استخدامها ، وقد تتعارض هذه المصالح فتفقد هذه الأداة فعاليتها، كما لو تدخل البنك المشترى كمشتر فى السوق النقدى لضخ المزيد من السيولة لدفع التوسع فى منح الائتمان ، بينما تحجم البنوك التجارية عن استخدام هذه السيولة المتاحة فى زيادة الائتمان نظرا لان الظروف الاقتصادية غير موائية بصفة عامة .

- **الودائع الحكومية لدى البنوك government deposits** ، وكذلك ودائع البنوك لدى البنك المركزى (بالإضافة إلى نسبة الاحتياطى

الالزامى) والتى تتلقى مقابلها فائدة . وبالطبع فإن التغيير فى حجم هذه الودائع يزيد أو ينقص من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان.

ثالثا – مرونة وفعالية أدوات السياسة النقدية :

إذا ما كان الهدف الرئيسى للسياسة النقدية هو تحقيق استقرار الأسعار، فإن تصميم السياسة النقدية يجب أن يحول هذا الهدف النهائى إلى أهداف مرحلية وتشغيلية . وأدوات السياسة النقدية يجب أن يكون هدفها انجاز هذه الأهداف المرحلية أو التشغيلية بأعلى مستوى كفاءة ، الأمر الذى يستلزم توافر أكبر قدر من المرونة والفعالية لهذه الأدوات .

فالمرونة تعنى إمكانية تعديل وتغيير الأدوات إذا ما طرأت حاجة لذلك، والبنك المركزى يجب أن يكون مستعدا لذلك فى أى وقت ، حتى لو استدعى الأمر ضرورة أن يتم التغيير فى ذات اليوم . كذلك تعنى المرونة إمكانية أن يكون استخدام هذه الأدوات إما بشكل هادئ ومتحفظ وفى أضيق الحدود ، أو بشكل مفتوح ومعلن على أوسع نطاق . كذلك فإن المرونة تستلزم أن يكون استخدام هذه الأدوات – بقدر الإمكان – بناء على مبادرة من البنك المركزى ، بدلا من أن تأتى تلك المبادرة من البنوك ، أو من غيرها . أيضا تستلزم المرونة اعطاء البنوك المركزية الاستقلالية الكافية والحرية فى التصرف واتخاذ القرار بسرعة ، وفى إطار معايير محددة سلفا للسياسة النقدية التى تنتهجها ، نظرا لان استلزام صدور قرارات حكومية أو إجراء مشاورات مسبقة مع الحكومة قبل اتخاذ البنك المركزى لقراراته الخاصة بتنفيذ سياسته النقدية ، من شأنه أن يعرقل ويبطئ عملية صنع القرار .

والفعالية تعنى أن الأدوات يجب أن تكون قادرة على نقل آثار السياسة المنتهجة بسرعة وفعالية لكافة أركان النظام المالى والمصرفى والاقتصاد القومى ككل . كذلك تعنى الفعالية ضرورة صياغة هذه

الأدوات بصورة تمكن من تجنب حدوث أى اضطراب أو تشويه لعملية الوساطة المالية أو تجزئة للسوق أو توزيع غير كفء للموارد . كذلك تعنى الفعالية ضرورة أن تدعم هذه الأدوات المناخ التنافسى بين الوحدات المصرفية والمالية المحلية .

رابعا – التحول من استخدام الأدوات المباشرة إلى الاعتماد بشكل رئيسى على الأدوات غير المباشرة :

أن التحول من التحكم المباشر إلى التحكم غير المباشر فى السياسة النقدية يأتى مسايراً للاتجاه العام نحو الاعتماد المتزايد على قوى السوق فى تسيير عجلة الاقتصاد ، ونحو التخفيف – أو إزالة – القيود والتحرير لكافة الأدوات والسياسات الاقتصادية والمالية والنقدية ، والابتعاد عن أسلوب التوجيهات والقرارات الإدارية التحكمية . كذلك يندرج هذا التحول فى إطار عملية الإصلاح وإعادة التوازن للأسعار النسبية على المستوى الاقتصادى الكلى .

والأدوات المباشرة لا يمكن انكار قوتها وفعاليتها وفورية آثارها فى مواجهة البنوك التجارية (وغيرها من الوحدات المصرفية والمالية) حين يراد التحكم فيما تقدمه من ائتمان . كذلك فهى تتميز بسهولة ربطها ببرنامج نقدى معين ، وبسهولة استخدامها نسبيا ، وسهولة تبريرها فى مواجهة الجهات السياسية المختلفة والرأى العام بصفة عامة . كذلك فهى تمثل أحيانا الحل الأفضل عند عدم إمكانية استخدام أدوات أخرى مناسبة، خاصة لو تم استخدامها بشكل مؤقت . وبالتالى فإن أدوات التحكم المباشر فى الائتمان تمثل جانبا هاما من ترسانة أدوات البنك المركزى ، حتى وإن لم تعد تستخدم كما كان الأمر فى الماضى .

ولكن من الجانب الآخر فهناك العديد من الجوانب السلبية لأدوات التحكم المباشر فى الائتمان كانت وراء هذا التحول إلى الاعتماد بشكل

رئيسى على الادوات غير المباشرة ، ليس فى الاقتصادات الرأسمالية المتقدمة فحسب ، وإنما فى العديد من الدول النامية أيضا . فبصفة عامة يكاد يستحيل عمليا تحديد الحد المناسب لاستخدام الادوات المباشرة . كذلك فهى تتسبب فى إحداث العديد من التشوهات فى مجال التمويل والائتمان ، وتؤدى إلى سوء توزيع الموارد التمويلية والى الحد من كفاءة استخدامها ، الامر الذى تتفاقم مخاطره مع استمرار وطول مدة استخدامها . كذلك فهى لا تتناسب مع أهداف الاصلاح المالى والهيكلى ، ومع ضرورة دفع المنافسة ، ومع محاولات تطوير السوق المالى .

خامسا : الجوانب السلبية للأدوات المباشرة :

هذا وتتمثل أهم المشاكل والتشوهات المرتبطة بالسقوف الائتمانية وبالقيود الخاصة بأسعار الفائدة – كأمثلة للأدوات المباشرة – فيما يلى :

- انعدام مرونتها ومحدودية فاعليتها نظرا لصعوبة تعديلها وفقا لتغير الظروف، وانحسار تطبيقها على شرائح أو قطاعات محدودة من النظام المالى ككل .
- عدم حفزها لتعبئة المدخرات ، الأمر الذى يؤدى إلى تقييد حجم الائتمان المتاح على مستوى الاقتصاد القومى ككل .
- تؤدى إلى تراجع دور الوساطة المالية disintermediation حيث تنتقل الأموال من القطاع المالى المنظم إلى الأسواق المحلية غير الرسمية ، أو إلى الأسواق الخارجية ، فيما يعرف بظاهرة هروب رؤوس الأموال capital flight .
- تحد من المنافسة بين البنوك لجذب الودائع وخلق فرص جديدة للإقراض.
- تعوق التنافس فى تحديد الأسعار وتطوير السوق النقدى .
- تستلزم التدخل المستمر والمتزايد للبنك المركزى فى أدق الشئون

الإدارية للوحدات المصرفية ، الأمر الذى قد يخلق تعارضا متزايدا مع دوره فى إدارة السياسة النقدية على مستوى الاقتصاد الكلى .

- تتسبب فى إظهار تحديد مستويات الائتمان وأسعار الفائدة وكأنها قرارات سياسية ناتجة عن اعتبارات سياسية أكثر منها اعتبارات نقدية.
- تزيد من صعوبة عملية مراقبة الالتزام بالقواعد ، خاصة فى حالة التوسع فى الائتمان فى صور أخرى لا تغطيها السقوف الائتمانية ، أو فى الحالات التى يحمل فيها المقترضون بتكلفة مالية تحت مسميات أخرى غير مسمى الفائدة .
- تؤدى السقوف الائتمانية بالذات إلى سوء توزيع الموارد حيث تميل البنوك، عند منح الائتمان ، إلى تفضيل العملاء القدامى المستقرين فى السوق على حساب العملاء المقترضين الجدد الأكثر حركة وديناميكية .

سادسا – أهم مزايا الأدوات غير المباشرة التى تتحدد على أساس قوى السوق:

نظرا لان الأدوات غير المباشرة يتم تحديدها على أساس التفاعل الحقيقى لقوى العرض والطلب فى السوق market - bassed instruments ، ونظرا لأن سعر الفائدة يعد المحور الأساسى لعمل هذا السوق، فإن مزايا الأدوات غير المباشرة – بصفة عامة – تكاد أن تماثل مزايا استخدام أسعار الفائدة التى تتحدد وفقا لقوى السوق . فأى هيكل لأسعار الفائدة يحدد على أساس قوى السوق ، ويقوم بتحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب الخاصين بالنقود والائتمان فى السوق النقدى ، وفى بقية الاقتصاد القومى ، يعد – فى ذاته – من أكثر أدوات التحكم النقدى كفاءة ، ويحد – إلى حد كبير – من حاجتنا للاعتماد على أية

أدوات أخرى ، إذ يحقق لنا العديد من المزايا ، منها على سبيل المثال :

- يضمن التكييف السريع والتعديل المباشر والتلقائى وفقا لتغير ظروف السوق، ومن ثم يقلل من حجم المخاطر التى كان يمكن أن تنتج للاضطرار إلى الاستمرار فى اتباع سياسة خاطئة .
- ينقل وينشر آثار السياسة النقدية ومؤشراتها بشكل مباشر إلى كافة أطراف قطاعات السوق النقدى وكافة قطاعات الإقتصاد القومى .
- يضمن التوزيع الأمثل للأموال وللائتمان القائم على أسس التكلفة والعائد والمخاطرة النسبية .
- يضمن التنسيق والتناغم بين السياسة النقدية والسياسة المالية وسياسة سعر الصرف.
- يساعد على ايضاح وشفافية الأوضاع السائدة فى السوق النقدى ، ويعكس بوضوح وبشكل فورى مواطن الضغط فى هذا السوق .
- يبقى البنك المركزى بعيدا عن التدخل المباشر والتحكمى فى عمل قوى السوق ، فى نفس الوقت الذى يمكنه من التحكم فيه عن بعد وبصورة غير مباشرة .

المبحث الثالث

الاتجاه الحديث نحو فصل وظيفة الرقابة على الجهاز المصرفى عن البنك المركزى

يعتبر النظام المالى الآن بمثابة المركز العصبى للأمم الحديثة الذى لا يتصور وجودها بدونه ، ولا نتصورها سلامتها إلا بسلامته . وكما يحتاج هذا النظام إلى سياسة نقدية سليمة وإدارة سليمة لها ، فهو يحتاج أيضا إلى جهاز مالى ومصرفى سليم . ومن ثم كان من الطبيعى أن يجمع البنك المركزى بين وظيفة الرقابة على البنوك (وغيرها من المؤسسات المصرفية والمالية) بهدف تأمين سلامة وكفاءة الجهاز المصرفى، وبين وظيفة إدارة السياسة النقدية بهدف تأمين استقرار المستوى العام للأسعار وحساسية قيمة العملية .

أولا - تأثير سلامة الجهاز المصرفى على السياسة النقدية :

هناك العديد من الأسباب التى تفسر اهتمام المسئولين عن إدارة السياسة النقدية بسلامة وكفاءة الجهاز المصرفى ، ومن أهمها :

- قد تتسبب المؤسسة (أو المؤسسات) المصرفية المتعثرة فى تهديد تكاملية نظام المدفوعات الذى يلعب دوراً جوهرياً فى تنفيذ السياسة النقدية.
- يؤثر الجهاز المصرفى المتعثر على عملية نقل المؤشرات الخاصة بالسياسة النقدية . فالأجهزة المصرفية التى ترتفع فيها نسبة القروض الرديئة دائما ترتفع فيها هوامش أسعار الفائدة وترتفع معها بالتالى ، فى المدى القصير على الأقل ، أسعار الإقراض ، الأمر الذى يؤدى إلى الحد من دور الوساطة disintermediation وإضعاف إمكانية التحكم النقدى . يضاف إلى ذلك أنه فى حالة الرغبة فى التوسع

النقدى، فإن قدرة البنوك على زيادة الإقراض إلى المستويات المطلوبة ستتأثر بسبب العبء المرهق – والمستمر – للقروض الرديئة.

- يؤثر الجهاز المصرفى المتعثر على توزيع الموارد . فالاضطرار لمد أو اعادة تمويل القروض التى فاتت مواعيد استحقاقها overdue loans ، يؤدى إلى تقييد إمكانية الإقراض لمقترضين جدد ويفقد الائتمان بالتالى خصيصته التجددية revolving character .

ومن الجانب الآخر فإن الكفاءة فى إدارة السياسة النقدية ، وما تؤدى إليه من استقرار فى المستوى العام للأسعار وقيمة العملة ، تهم القائمين على رقابة الجهاز المصرفى إلى أقصى حد ؛

- فمن ناحية ، إذا ما كانت البنوك مضطرة للعمل فى مناخ يسوده عدم اليقين ، أو إذا كانت هناك تغييرات متكررة ومتناقضة فى السياسة النقدية (وغيرها من السياسات الاقتصادية الكلية) ، فإن احتمال فشل بعض البنوك يزيد لا محالة . فارتفاع معدلات التضخم وتقلبها يقدم مؤشرات سوقية خاطئة ، ويعرض القرارات الائتمانية للبنوك للخطر، ويتسبب فى سوء توزيع الموارد .
- ومن ناحية أخرى فإن التجاوزات الشديدة للمتغيرات الاقتصادية الكلية، فيما يتعلق بأسعار الصرف على سبيل المثال ، قد تؤدى إلى زيادة العبء المالى للقطاع العينى وتزيد معها بالتالى مخاطر التعثر فى سداد القروض للبنوك .

إلا أنه فى ظل الدعوة السائدة الآن لصالح استقلالية البنوك المركزية، وفى ظل الرغبة فى تدعيم كفاءة الأداء بالنسبة لوظيفتى الرقابة وإدارة السياسة النقدية ، تنامى فى الآونة الأخيرة الاتجاه لفصل وظيفة الرقابة والأشراف على البنوك عن البنوك المركزية .

ثانيا - الحجج الداعية لفصل وظيفة الرقابة المصرفية عن البنوك المركزية:

- قد يثور هناك تعارض بين أهداف كل من وظيفتى الرقابة المصرفية وإدارة السياسة النقدية . فإذا كان هناك ارتفاع فى معدلات التضخم وأراد البنك المركزى أن يقلص من عرض النقد والائتمان ، فإن ذلك قد يؤدى إلى تهديد سلامة أعمال بعض الوحدات المصرفية . وهنا قد يضطر البنك المركزى إلى التغاضى عن بعض المستلزمات الرقابية، حتى لا يتفاقم أثر السياسة النقدية التى اتبعها على الصناعة المصرفية ككل . ومن الناحية الأخرى ، لو تم وضع وتنفيذ السياسة النقدية على نحو يراعى الجوانب الرقابية بصورة مبالغ فيها ، حرصا على سلامة واستمرار واحدة أو أكثر من الوحدات المصرفية ، فإن الوضع سيكون أكثر خطورة نظرا لان استمرار السياسة النقدية غير الملائمة سيؤدى إلى تدهور الوضع الاقتصادى بصفة عامة .
- قد تحدث أيضا تعارضات بين ممارسة البنك المركزى لوظيفته الرقابية وبين ممارساته فى إدارة السياسية النقدية . فعند قيامه بوظيفة القرض الأخير lender of last resort قد يضطر البنك المركزى إلى تزويد إحدى الوحدات المصرفية التى تواجه عجزا فى السيولة بسيولة مؤقتة . فإذا ما استمر عجز السيولة لدى هذه الوحدة، يجد البنك المركزى نفسه وقد تورط فى اقراض قصير الأجل لمؤسسة تعانى من عجز فى السيولة طويل الأجل ، بسبب ارتفاع الأصول الرديئة لديها مثلا . وقد يؤدى هذا الموقف إلى خلق نوع من الصراع بالنسبة للبنك المركزى وتردده بين الاعتراف بتعثر تلك المؤسسة (وما يتبعه ذلك من تأثير على ميزانية البنك المركزى نتيجة لكبر حجم المبالغ التى اقرضها لها ، ومن تأثير على سمعة البنك المركزى بسبب قصوره فى الرقابة عليها) وبين الاستمرار فى ضخ

النقود إلى هذه المؤسسة أملاً فى إمكانية تحسن وضعها المالى واستعادة ملاءتها . ولكن إذا لم يحدث ذلك فإن الخسائر ستكون أكبر بكثير مما كانت ستكون عليه إذا ما اغلقت هذه المؤسسات فى وقت سابق.

- كذلك قد يلجأ البنك المركزى - إذا ما كان يقوم بالوظيفتين - إلى استخدام أدوات السياسة النقدية ، كسعر إعادة الخصم ونسبة الاحتياطى الاجبارى ، كأدوات عقابية بصدد قيامه بوظيفته الرقابية . ويظهر التعارض أيضا عندما يلجأ المركزى إلى ايقاع عقوبات رقابية بهدف تحقيق تأثير معين على السياسة النقدية ، مثل رفض الموافقة على طلب بنك بفتح فرع جديد - رغم توافر كل الشروط - كمحاولة لإجباره على المشاركة فى عمليات السوق المفتوحة التى يقوم بها البنك المركزى .

- قد يوجه البنك المركزى تركيزاً أكبر للأنشطة المتعلقة بإدارة السياسة النقدية على حساب وظيفته الرقابية . فمثلا قد يقوم بتحديد السلطات المخولة للبنوك وتحديد أدواتها الاستثمارية بهدف تحجيم المخاطرة على مستوى الجهاز المصرفى ككل ، ويحافظ من ثم على فعالية أدوات السياسة النقدية المستخدمة . وقد ينتج عن ذلك أيضا اتخاذ قرارات بتوسيع سلطات البنوك لا يكون الهدف منها تحقيق مكاسب جديدة للصناعة المصرفية أو درأ ما قد تتعرض له من مخاطر ، بقدر ما يكون الهدف منها هو التأثير على زيادة فعالية إدارة البنك المركزى لسياسته النقدية .

- كذلك فإن أهداف الوظيفة الرقابية قد تضيع إذا مورست بالشكل الذى يتوافق أكثر مع أهداف السياسة النقدية . كذلك قد تتبدد المجهودات والقدرات الرقابية بسبب الانشغال فى متابعة مدى التوافق مع سقوف الائتمان ، ومستلزمات الاحتياطى ، وجمع وتحليل البيانات ، وغيرها

من النقاط الفنية التى تهم السياسة النقدية فى الأساس وربما لا تكون لها أية أهمية من وجهة النظر الرقابية .

وللأسف يشيع هذا الأسلوب فى البلاد التى توجد فيها رقابة صارمة على البنوك . يضاف إلى ذلك أن التركيز على السياسة النقدية قد يؤدى إلى محاباة فريق العمل المسئول عنها على حساب بقية اقرانهم، من حيث فرص الترقى والصعود فى السلم الوظيفى وتنمية المهارات وبقية الامتيازات التى يحصلون عليها .

- إن احتفاظ البنك المركزى بمهمة الرقابة من شأنه أن يهز صورته التى يجب أن يكون عليها حتى يحتفظ بثقة الحكومة وثقة الرأى العام . فمن المحتم أنه سيتم اقحام البنك المركزى وتحميله مسئولية فشل أو تعثر أحد الوحدات المصرفية ، وستتم مساءلته - من قبل الرأى العام على الأقل - باعتباره المراقب والمشرف عليه ، الأمر الذى يؤثر على الثقة credibility التى يجب أن يحافظ عليها البنك المركزى . إضافة لذلك فإن هذا التعثر قد يعطى المبرر والعذر للحكومة للتدخل فى أنشطة البنك المركزى وفى تنظيمه لأعماله ، الأمر الذى يهدد استقلالية البنك المركزى . ومن جانب آخر قد يعمد البنك المركزى إلى الإطالة الصناعية لعمر إحدى الوحدات المصرفية المتعثرة تفاديا لخسارة أمواله التى سبق وأن اقرضها لها وتفاديا لزعزعة الثقة فيه إذا ما اشهر افلاس تلك الوحدة ، الأمر الذى يؤدى أيضا إلى إعادة النظر فى الاستقلالية الممنوحة للبنك المركزى والتساؤل عن جدواها ومدى استحقاقه لها .

- نتيجة للتداخل الشديد بين وظيفتى الرقابة وإدارة السياسة النقدية ، والتعارض بينهما فى بعض الأحيان ، فإن قيام البنك المركزى ، الذى يتمتع باستقلاله فى وضع السياسة النقدية ، بالتوفيق بين الاعتبارات الخاصة بكل منهما سيؤدى إلى الانتقاص من الشفافية

transperancy المطلوبة فى السيسة النقدية وإلى الحد من إمكانيـــة المحاسبة والمساءلة accountability ، اللذان يعتبران مـــن أهــم الضمانات المقابلة لمنح الاستقلالية للبنك المركزى .

- يذهب البعض كذلك إلى أن الرقابة على الوحـــدات المـــصرفية إنمـــا تندرج تحت إطار السلطة الرقابية الحكومية بصفة عامة ، وتتضمن تدخلا وتحكما مباشرين من قبل الجهات الحكومية تجـــاه الوحـــدات المصرفية. وذلك على العكس من إدارة السياسة النقدية التى يجب أن تبقى نشاطا اقتصاديا على المستوى الكلى ، لا تمارس تأثيرها علـــى الوحدات الاقتصادية إلا بشكل غير مباشر . فإقحام البنك المركـــزى فى تفاصيل الشئون التنظيمية والإشرافية والرقابية علـــى الوحـــدات المصرفية ستنتهى به إلى أن يجد نفسه ضالعا فى ممارسات يوميـــة من المفروض أن تقوم بها أجهـــزة الحكومـــة المختـــصة بأعمـــال المراقبة.

وبناء على ما سبق تنامى الاتجاه فى الفترة الأخيرة نحو فـــصل الوظيفة الرقابية عن البنك المركزى واسنادها إلى جهات متخصصة ، إما تابعة لوزارة المالية أو مستقلة عنها ، وذلك على النحو الـــذى يوضـــحه الجدول رقم (٥) .

جدول رقم (٥)

الجهة المسئولة عن وظيفة الرقابة على الجهاز المصرفى

فى الدول أعضاء صندوق النقد الدولى

	البنك المركزى	ادارة متخصصة فى وزارة المالية	جهة أخرى
افريقيا	٤١	–	١ (٤)
آسيا	٢٥	٣ (١)	٢ (٥)
أوروبا (I)	٢١	١ (٢)	٧ (٦)
دول الاتحاد السوفيتى سابقا (أوروباII)	١٥	–	–
الشرق الأوسط	١٦	–	١ (٧)
الأمريكتان	١٧	٣ (٣)	١٤ (٨)

---

(١) اليابان – كوريا الجنوبية – كريباتى .

(٢) النمسا .

(٣) المكسيك – سانتا لوتشيا – دومينيكا .

(٤) مدغشقر .

(٥) هونج كونج – جزر مارشال .

(٦) سويسرا – بلجيكا – الدانمرك – السويد – النرويج – المجر – المانيا .

(٧) لبنان .

(٨) الولايات المتحدة الامريكية – كندا – شيلى – فنزويلا – بيرو – كولومبيا – الاكوادور – نيكاراجوا – بوليفيا – جواتيمالا – بنما – جمهورية الدومينيكان – جرينادا – السلفادور.

المصدر :

J. Tuya and L.Zamalloa, Issueson.., op.cit., P.665 and pp. 687-690

ويذهب مؤيدو اسناد وظيفة الرقابة على الجهاز المصرفى إلــى جهاز أخر غير البنك المركزى المسئول عن وظيفة إدارة السياسة النقدية بشكل رئيسى إلى أن هذا الفصل ، بالإضافة إلى أثره الإيجــابى علــى كفاءة أداء كلتا الوظيفتين ، يوفر لنا نظاما للمراجعة التبادلية system of checks and balances بين المؤسستين بحيث يمكن تفادى أى تــأثير غير موات كان يمكن أن يتسبب فيه أحدهما منفــردا علــى الاقتــصاد القومى، نظرا لأن كلا منهما يقوم بمراجعة بياناته مع (وعلى) الآخــر . كذلك يؤدى هذا الفصل إلى تطوير وتنسيق العلاقة بين السياسة النقديــة والعملية الرقابية بشكل أفضل من خلال تقديم أكثر من وجهة نظر مــن طرفين مستقلين على قدم المساواة . وبالطبع يؤدى ذلــك إلــى تزويــد السلطات التنفيذية والتشريعية بأكثر من تقييم من جهتين مختلفتين عن أثر السياسة النقدية على الجهاز المصرفى والمالى ، ويؤدى أيضا إلى تشجيع وتوسيع دائرة الحوار والنقاش المفتوح حول القضايا المتعلقة بالسياسات النقدية والرقابية . هذا بالإضافة إلى ما يؤدي إليه الفــصل مــن تــدعيم لمكانة وهيبة واستقلالية البنك المركزى فى إدارته للسياسة النقدية علــى النحو الذى أوضحناه من قبل .

ومع ذلك يبقى للبنك المركزى دور حيوى بشأن الرقابــة علــى الجهاز المصرفى يتمثل فى وضع القواعد الخاصة بمــستويات الــسيولة المناسبة للمؤسسات المصرفية ، ومتابعة الالتزام بها (من خلال الجهــة المسئولية عن الوظيفة الرقابية بشكل رئيسى) ، وفــى وضــع القواعــد الخاصة بمستلزمات الاحتياطى الواجب مراعاتها مقابل الالتزامات النقدية للمؤسسات المصرفية . ويكمل ذلك دور البنك المركزى كمقرض الملاذ الأخير (إذا ما استمر يحتفظ بتلك الوظيفة ولم تسند إلــى جهــة أخــرى متخصصة) ودوره فى إدارة السياسة النقدية ، بحيث يحق لــه أن يمــد سلطانه إلى أى من أنشطة المؤسسات المصرفية والتى يرى أن لها تأثيرا

على السياسة النقدية . وهذا الفصل فى وظائف الرقابة بين الجوانب المتعلقة بالسيولة من ناحية ، وبين الجوانب الأخرى المتعلقة بالملاءة وغيرها من النواحى الرقابية بصفة عامة ، يوجد بالفعل فى بعض الدول من ناحية ، وتبنته اتفاقية بازل صراحة بصدد تنظيم العمل المصرفى على المستوى الدولى من ناحية أخرى . فبالنسبة لفروع البنوك الأجنبية subsidiaries تنص الاتفاقية على حق الدولة المضيفة فى رقابة الجوانب الخاصة بالسيولة ، بينما تعطى للدولة التى يوجد بها المقر الرئيسى للبنك الأجنبى (أو موطنه) السلطة الرقابية بصفة عامة ، بما تشمله من جوانب خاصة بالملاءة .

وبناء عليه ستكون هناك عملية إعادة هيكلة لوظيفة الرقابة بحيث توكل مهمة الرقابة على الوحدات المصرفية micro-prudential function إلى مؤسسات منفصلة عن البنك المركزى ، سواء كانت تابعة للحكومة أم لا ، وبحيث تقتصر المسئولية الرقابية للبنك المركزى (مسئولية مشتركة على الأقل) فى تأمين نظم التمويل والمدفوعات على المستوى الكلى macro-prudential task ، وهى مهمة ليست بالسهلة فى ظل التطورات المتلاحقة فى الصناعة المالية والمصرفية وأسواقها ومنتجاتها .

الفصل الرابع

استقلالية البنك المركزى

تدور الدراسات النظرية الخاصة بأعمال البنوك المركزية فى العصر الحديث ، وكذلك الممارسة التطبيقية لهذه الأعمال فى الواقع العملى، حو الاتجاهات التضخمية المتضمنة فى ثنايا الصراع بين الآثار القصيرة والطويلة المدى للتوسع النقدى وبين إغراء التمويل النقدى للإنفاق الحكومى من ناحية ، وحول الصراع بين المنافع التى تعود من عزل البنك المركزى عن الضغوط السياسية وبين مبدأ المساءلة أمام الرأى العام لأولئك المسئولين عن اتخاذ القرارات الهامة والحساسة فيما يخص السياسات المختلفة للدولة من ناحية أخرى .

فإذا كان الرأى قد انتهى إلى أن المحافظة على استقرار الأسعار أضحى هو الهدف الرئيسى للسياسة النقدية ، التى أصبحت بدورها الوظيفية الرئيسية للبنك المركزى ، فلابد إذن أن يتوفر للبنك المركزى المناخ المناسب لقيامه بدوره على النحو الذى يمكنه من تحقيق هذا الهدف. وهنا ثارت مشكلة تبعية البنك المركزى للسلطة التنفيذية ، واضطراره للخضوع للضغوط السياسية ، وتنفيذ الأوامر الخاصة بتوجيه السياسة النقدية بما يتفق والأهداف التى تبغى السلطة التنفيذية تحقيقها ، والتى قد تتعارض - وغالبا ما تتعارض - مع هدف الحفاظ على استقرار الأسعار . ومن ثم فرضت قضية استقلالية البنك المركزى نفسها باعتبارها الشرط اللازم ، والضمانة الرئيسية لإمكان قيام البنك المركزى بوضع وتنفيذ سياسته النقدية على نحو يحقق هدف استقرار الأسعار والمحافظة على قيمة العملة .

هذا الاتجاه تطور تطوراً سريعا فى السنوات القليلة الماضية

وفرض نفسه فى الواقع العملى ، حيث توالت - ولا زالت بمعدل متزايد- التعديلات فى تشريعات البنوك المركزية فى العديد من بلدان العالم المتقدم منها والنامى . بالطبع هذا الاتجاه له أسباب وأسانيده ومبرراته، كما أن له أيضا انتقاداته والتحفظات التى يمكن إيرادها عليه. وهذا هو ما سنحاول تناوله فى المباحث التالية :

المبحث الأول : تحديد المقصود باستقلالية البنوك المركزية وأهم معاييرها.

المبحث الثانى : نماذج البنوك المركزية الأكثر استقلالية .

المبحث الثالث : أسباب الدعوة إلى الاستقلالية .

المبحث الرابع : تقويم الدعوة لاستقلالية البنوك المركزية .

المبحث الأول

تحديد المقصود باستقلالية البنوك المركزية وأهم معاييرها

تزداد أهمية قضية استقلالية البنوك المركزية يوما بعد يوم ، سواء على المستوى النظرى أو التطبيقى ، وخاصة بعد التزايد المستمر فى عدد الدول التى قامت مؤخراً بتغيير تشريعاتها على نحو يمنح قدراً كبيراً من الاستقلالية لبنوكها المركزية ، الأمر الذى يقتضى منا التحديد المنضبط لمفهوم استقلالية البنوك المركزية وتحديد أهم معايير هذه الاستقلالية ، وذلك بعد أن نلقى إطلالة سريعة على تنامى الاتجاه نحو الاستقلالية فى الواقع العملى .

المطلب الأول

تنامى الاتجاه نحو استقلالية البنوك المركزية

زادت فى العقدين الماضيين الضغوط النظرية والعملية لمنح البنوك المركزية استقلاليتها فى وضع وتنفيذ السياسة النقدية . هذه السلطة الضخمة للبنك المركزى يتعين أن تكون منظمة ومحددة تشريعا، خاصة وأنها تنطوى على تغيير جذرى فى العلاقة المؤسسية للبنك المركزى فى مواجهة الحكومية . وإذا كانت البنوك المركزية لألمانيا وسويسرا والولايات المتحدة الأمريكية تعد قديمة نسبياً (حيث صدرت التشريعات الخاصة بهم فى عام ١٩٥٧ بالنسبة للبنك المركزى الألمانى Bundesbank ، وفى عام ١٩٠٧ بالنسبة للبنك المركزى السويسرى Swiss National Bank والذى عدل فى عام ١٩٧٨ ، وفى عام ١٩١٣ بالنسبة للبنك المركزى الأمريكى Federal Reaerve ، والذى

عدل في عامي ١٩٣٣ و١٩٣٥) .

هذا وقد صدرت خلال العقد الماضي عـدة تـشريعات لتعزيـز استقلالية البنوك المركزية في العديد من الدول مثل فرنـسا ونيوزيلنـدا والمكسيك وشيلي وفنزويلا ، ناهيك عما نصت عليه معاهدة "ماسترخت" بشأن البنك المركزي الأوروبي . وفي نفس الاتجاه حدث تحول جـذري في التشريعات الخاصة بالبنوك المركزية في بعض الدول النامية . فوفقا لنصيحة البنوك المركزية في البلاد الرأسمالية المتقدمة ، ومـن خـلال علاقاتها المشتركة مع البنوك المركزية في الدول النامية ، وبعد أن كانت تلك الأخيرة تابعة تماماً – في الغالب – لوزارات المالية ، أصبحت الآن تلح في ضرورة منحها الاستقلالية . وبعد أن كانت هذه البنوك مضطرة للمساهمة في تمويل التنمية وفقا لتوجهات حكوماتها ، سيتراجع هذا الدور بالتأكيد إذا ما تعارض مع مسئوليتها الجديدة في توجيه السياسة النقديـة بهدف المحافظة على استقرار الأسعار . ونتيجة لذلك فهناك العديد مـن الدول تراجع التشريعات الخاصة ببنوكها المركزية لمنحها المزيـد مـن الاستقلالية مثل دول وسط شرق أوروبا ، والدول التي انفـصلت عـن الاتحاد السوفيتي سابقا ، والصين ، والعديد من دول أمريكا اللاتينيـة ، وباكستان والهند .

وحتى فرنسا التي ظل بنكها خاضعا تماما للحكومة منذ أن انشاء نابليون بونابرت في عام ١٨٠٠ ، أصبح مستقلا عن الحكومـة تمامـا بمقتضى القانون الجديد للبنك الفرنسي Banque de France الـصادر في أغسطس ١٩٩٣ ، والمعدل في ديسمبر ١٩٩٣ ، والذي دخـل فـي العمل ابتداء من يناير ١٩٩٤ . فبمقتضى هذا القانون أصبح محرماً على صانعي السياسة النقدية في البنك المركزي أن يتلقوا أي تعليمات من أي طرف آخر خارج البنك . وفي الاحتفال الخاص بهذه المناسـبة أشـار المحافظ الجديد Jean - Claude Trichet إلى أن الكلمـة العليـا فـي

توجيه السياسة النقدية أصبحت للبنك المركزى ، وأن التغيير الجديد يعبر عن تمسك الفرنسيين بالمحافظة على استقرار عملتهم ، وأن هذا الاستقلال سيسر المستثمرين من خلال منحهم عملة مستقرة ، وكذلك المدخرين من خلال احتفاظ نقودهم ومدخراتهم بقوتها الشرائية . ولكن من جانب آخر ، أشار المحافظ إلى أنه فى دولة ديمقراطية – كفرنسا – يتعين على أية مؤسسة مستقلة كالبنك المركزى أن تستمع للآخرين وأن تشرح لهم وأن تجيب على كل ما يريدون الاستفسار عنه . فالمستثمرون والأسواق والرأى العام بصفة عامة أصبحوا هم الناخبين لرجال البنوك المركزية ، الذين أصبحت لهم مسئوليات جديدة أكبر من مسئولياتهم التى كانت تجاه الحكومة .

المطلب الثانى

مفهوم استقلالية البنك المركزى

ينبغى أن نحدد بداءة مفهوم استقلالية البنك المركزى فى إدارة السياسة النقدية ، تمييزا له عما يمكن أن يختلط به من مفاهيم أخرى .

فمن ناحية يمكن التمييز بين مفهومين لاستقلال السياسة النقدية:

- **المفهوم الأول** يتمثل فى عزل السياسة النقدية عن الضغط السياسى اليومى المستمر ، وذلك من خلال وسيلة بسيطة نسبياً تتمثل فى تعيين نوع من القواعد للسياسة النقدية Monetary Policy Rules يتحتم اتباعها . وفى الماضى كانت قاعدة الذهب هى الممثلة لهذا النوع من القواعد . ولكن فى ظل الغياب الحالى لمثل هذه القواعد ظهرت عدة اقتراحات لأنماط أخرى من القواعد ، الأمر الذى أثرى الأدب الاقتصادى والنقدى من خلال الحوار الدائر منذ وقت طويل حول قضية "القواعد فى مواجهة الحرية فى التصرف" -rules

versus - discretion . فالواقع أن وجود القواعد ، وإن كانت تحد من حرية البنك المركزى فى التصرف عند إدارته للسياسة النقدية ، إلا أنه يضمن عدم وجود أى تدخل أو ضغوط من قبل السلطة السياسية، أى أن هذه القواعد تضمن له نوعا من الاستقلال عن السلطة السياسية .

- المفهوم الثانى يتمثل فى منح البنك المركزى الاستقلال الكامل فى إدارة السياسة النقدية ، من خلال عزله عن أية ضغوط سياسية من قبل السلطة التنفيذية من ناحية ، ومن خلال منحه حرية تصرف كاملة في وضع وتنفيذ سياسة النقدية . وهذا هو المفهوم الأكثر ارتباطا بممارسة البنوك المركزية لعملها فى الوقت الحالى ، وهو المفهوم الذى يمثل محور هذه الورقة .

ومن ناحية أخرى يتعين التمييز بين الاستقلالية فى تحديد الأهداف والاستقلالية فى تحديد الأدوات .

- فالبنك المركزى يتمتع باستقلال فى تحديد الأهداف goal independence إن لم يكن هناك تحديد دقيق لأهدافه وأهداف السياسة النقدية . وتصل هذه الحرية إلى أقصاها – نظريا على الأقل– إذا ما خول البنك المركزى سلطة إدارة السياسة النقدية بشكل جيد دون أى تحديد آخر ، فيتمتع البنك المركزى – من ثم – بسلطة مطلقة فى تحديد أهدافه . وعلى النقيض الآخر ، لا يتمتع المركزى بأية استقلالية فى تحديد أهدافه ، إذا ما كانت تلك الأهداف محددة بشكل دقيق وقاطع . كذلك فإذا كانت مهمة البنك المركزى فى تحقيق استقرار الأسعار غير مرتبطة بأهداف رقمية ، فإنه يتمتع بحرية أكبر فى تحديد أهدافه .

- أما من حيث الاستقلال فى تحديد الأودات instrument independence فإن البنك المركزى يعتبر مستقلا إذا ما كانت له

السلطة وحرية التصرف الكاملة full discretion and power فى وضع وتنفيذ السياسة النقدية التى يراها مناسبة ولازمة لتحقيق أهدافه. ولا يعتبر البنك المركزى مستقلا إذا ما كان ملتزما بقاعدة نقدية محددة ، أو ما إذا كان ملتزما - مثلا - بتمويل عجز الميزانية.

وبالطبع فإن الاستقلال الذى تسعى إليه البنوك المركزية الآن يرتكز أساسا على اعطائها حرية التصرف الكاملة فى وضع وتنفيذ السياسة النقدية واختيار الأدوات المناسبة واللازمة لتحقيق أهدافها ، خاصة وإن هدف السياسة النقدية قد تحدد بالفعل وانحصر فى ضرورة تحقيق استقرار الأسعار والمحافظة على قيمة العملة .

ارتباط منح البنك المركزى لاستقلاليته بضرورة مساءلته

ونظراً للسلطة الضخمة التى أصبحت فى مطلق يد البنك المركزى فى وضع وتنفيذ السياسة النقدية بمقتضى حصوله على الاستقلالية ، يثور التساؤل عن كيفية محاسبة ومساءلة accountability البنك المركزى عن تصرفاته ونتائج سياساته ، خاصة وأنه لم يعد تابعا للسلطة التنفيذية . فإمكانية المساءلة تمثل الضمانة المقابلة لمنح البنك المركزى استقلاليته .

والواقع أن اعطاء البنك المركزى استقلاليته لا تلغى الحاجة لضرورة أن يكون مسئولا تجاه جهة معينة ، سواء كانت تلك الجهة تنفيذية أو تشريعية أو قضائية أو أية جهة أخرى مشتركة فيما بينهم . وتستلزم فكرة المساءلة فى حدها الأدنى ضرورة قيام البنك المركزى بشرح وتبرير تصرفاته وسياساته ، وما ترتب أو سيترتب عليها من نتائج، سواء فى مواجهة الرأى العام بصفة عامة من خلال التقارير المنشورة والأحاديث الصحفية المنتظمة ، أو سواء فى مواجهة المؤسسات البرلمانية من خلال المثول أمام لجانها المتخصصة ، وسواء تعلق الأمر بالسياسات - ونتائجها - المتبعة فى فترة سابقة ، أو بتلك

التى ستتبع فى فترة لاحقة . وخير مثال على ذلك ما يجرى عليه العمل فى ألمانيا .

فالبنك المركزى الألمانى لا يعتبر مسئولا أمام أية جهة ، ولكن يوجه - رغم ذلك - عناية خاصة لكسب الرأى العام إلى جانبه ، ويكثر من عقد المؤتمرات الصحيفة ، وينشر تقريراً شهرياً على قدر عال من التفصيل والدقة . ومع ذلك فإن المخاطر الاجتماعية للسياسة النقدية التى يتبعها لا تخلو من مخاطر ، نظراً لعدم وجود أية آلية لمساءلته منصوص عليها قانونا ، ونظرا لأن أهداف السياسة النقدية ، وإن كانت تتركز حول ضرورة المحافظة على استقرار الأسعار ، إلا أنها غير محددة بشكل قاطع وحاسم ، بحيث يمكن مساءلته عن فشله فى تحقيقها ، ولو من خلال الرأى العام على الأقل . ومن ثم فإنه لا يمكن فعل الشيء الكثير لمنع استمرارية سياسة نقدية انكماشية لمكافحة التضخم ، رغم أن آثارها الاجتماعية ربما تكون قد جاوزت كل الحدود . والواقع أن البوند زياناك يراعى إلى حد كبير هذا الأمر ، وخير مثال على ذلك أنه فى عام ١٩٩١ كان يدرك أنه يواجه موجات تضخمية متزايدة ، وكان بإمكانه أن يقلص الكتلة النقدية ويزيد أسعار الفائدة قصيرة الآجل حتى يتمكن من إيقاف زحف موجات التضخم ، الأمر الذى كان سيتم على حساب الإنتاج والعمالة . ولكنه رغم ذلك اختار مواجهة التضخم بشكل تدريجى بهدف الحفاظ على مستويات الناتج والعمالة .

المطلب الثالث

أهم معايير الاستقلالية

تكاد تتفق معظم الدراسات التى أجريت فى موضوع استقلالية البنوك المركزية حول مجموعة من المعايير ، وإن كانت قد اختلفت فى

ترتيب هذه المعايير والوزن النسبى الممكن اعطاءه لكل منهـا ، الأمـر الذى أدى فى النهاية إلى وجود بعض الاختلافات البسيطة فى نتائج هذه الدراسة . وتجتمع أهم هذه المعايير حول خمسة محاور رئيسية هى :

أولا : مدى سلطة وحرية البنك المركزى في وضـع وتنفيـذ الـسياسة النقدية، ومدى حدود التدخل الحكومى فى ذلك ، ومن هو صـاحب القرار النهائى فى حالة وجود خلاف بين البنك المركزى والحكومة بشأن هذه السياسة.

ثانيا : مدى التزام البنك المركزى بنمو العجز فى الإنفـاق الحكـومى ، وكذلك مدى التزامه بشراء أدوات دين حكومية بشكل مباشر (سوق الإصدار الأولى) ، ومدى التزامه بمنح تسهيلات ائتمانية للحكومة وهيئاتها ومؤسساتها .

ثالثا : مدى سلطة الحكومة فى تعيين وعزل محافظى البنوك المركزيـة وأعضاء مجالس إدارتها ، ومدة ولايتهم ، ومعدل استقرارهم فـى وظائفهم ومدى تمثيل الحكومة فى هذه المجالس ، وإذا كان هنـاك تمثيل هل يقتصر على مجرد الحضور والاستماع والاشتراك فـى المناقشات ، أم أنه يمتد إلى حق التصويت والمشاركة فـى اتخـاذ القرارات والاعتراض عليها ، وايقافها عند اللزوم لحين عرضـها على وزير المالية مثلا أو حتى مجلس الوزراء . يضاف إلى ذلـك أيضا سلطة الحكومة بشأن ميزانية البنك المركزى .

رابعا : المكانة الخاصة بهدف المحافظة على استقرار الأسـعار وقيمـة العملة كهدف للسياسة النقدية ، وما إذا كان هو الهدف الوحيد ، أم هو الهدف الأول والرئيسى مع أهداف أخرى . بعبارة أخرى هـل يكون لهدف المحافظة على استقرار الأسعار الأولوية والغلبة فـى حالة تعارضه مع الأهداف الأخرى أيا كانت درجة الحاحها (ومدى قدرة البنك المركزى على تنفيذ ذلك) ، أم انه يتساوى فى الأهميـة

مع بقية الأهداف .

خامسا : مدى خضوع البنك المركزى للمحاسبة والمساءلة .

وبالطبع تتفاوت تجارب الدول المختلفة فى درجة الاستقلالية التى تمنحها - أو تريد منحها - لبنوكها المركزية ، على النحو الذى نتعرض له الآن بشىء من التفصيل .

المبحث الثانى

نماذج البنوك المركزية الأكثر استقلالية

تعتبر البنوك المركزية لألمانيا وسويسرا والولايات المتحدة هى أكثر نماذج البنوك المركزية استقلالاً وفقا لغالبية الدراسات التى أجريت فى هذا الموضوع . كذلك تعتبر تجربة نيوزيلندا فى منح الاستقلالية لبنكها المركزى ، وفقا للقانون الصادر فى عام ١٩٨٩ ، بمثابة نموذج حديث للدول الأخرى الراغبة فى أن تحذو حذوها . أيضا جاء التنظيم الخاص بالبنك المركزى الأوروبى وفقا لمعاهدة "ماسترخت" فى عام ١٩٩٢ ليضيف نموذجا آخر أكثر تقدما فى تأكيد استقلالية البنوك المركزية. لذا نقود الآن باستعراض أهم القواعد المنظمة لعمل البنوك المركزية المستقلة فى هذه النماذج الخمسة فى ضوء معايير الاستقلالية التى حددناها من قبل .

أولا – من حيث الحرية فى إدارة السياسة النقدية :

يتمتع كل من البنوك المركزية لألمانيا وسويسرا والولايات المتحدة بحرية كاملة فى وضع وتنفيذ السياسة النقدية . هذه الحرية لا تنفى ضرورة التشاور المستمر بين هذه البنوك وبين الحكومات عند وضع السياسات المختلفة ، ولكن المهم هو أن الحكومات لا تملك أن تفرض على هذه البنوك المركزية أية سياسة رغما عنها ، وفقا لنصوص التشريعات القائمة على الأقل ، كذلك لا تعتبر موافقة الحكومة شرطاً لتطبيق سياسة نقدية معينة ، ويكون القرار النهائى للبنك المركزى فى حالة وجود خلاف بينه وبين الحكومة .

أما فى نيوزيلاندا فالبنك المركزى حر فى إدارته وسياسته النقدية وفقا للسياسة والأهداف المتفق عليها بين محافظ البنك المركزى وبين

وزير المالية ، هذا ولوزير المالية الحق فى أن تكون له الكلمة العليا فى تغيير أهداف البنك المركزى فى سياسته النقدية .

هذا وقد جاءت معاهدة "ماسترخت" ، وبروتوكولها الخاص بـ"قانون النظام الأوروبى للبنوك المركزية والبنك المركزى الأوروبى"، ليؤسسا النظام الأوروبى للبنوك المركزية (ESCB) European System of Centeral Banks ، والذى يشمل البنك المركزى الأوروبى (ECB) European Centeral Bank بالإضافة إلى البنوك المركزية للدول الأعضاء فى الاتحاد الأوروبى . ويقوم هذا النظام على مبدأ رئيسى هو ضرورة أن تكون البنوك المركزية الوطنية مستقلة عن السلطات السياسية فى دولها ، وعن أية مؤثرات أخرى من شأنها تهديد هدفها الرئيسى فى الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار . وترتب على هذا المبدأ أن نصت المعاهدة ، مدعمة بالبروتوكول ، على أنه يمتنع على البنوك المركزية الوطنية ، وعلى كل عضو بأجهزتها المسئولة عن صنع القرار فيها ، أن تتلقى أية تعليمات من حكوماتها أو من أية جهة أخرى.

ثانيا - مدى التزام البنوك المركزية بتمويل الحكومة :

فى ألمانيا وسويسرا توجد قيود شديدة على تمويل بنوكها المركزية للحكومة ، ولكن يسمح لها بشراء الأوراق المالية الحكومية من خلال عمليات السوق المفتوحة . وبالنسبة لألمانيا يتدخل البوندزبانك لشراء الأوراق الحكومية فى السوق الثانوي لأغراض التحكم فى الكتلة النقدية فقط .

أما فى الولايات المتحدة الأمريكية فلا توجد قيود على تمويل الاحتياطى الفيدرالى للحكومة الأمريكية . وفى نيوزيلندا توجد قيود منصوص عليها قانونا بالنسبة لحجم ومدة السحب على المكشوف من قبل الحكومة فى البنك المركزى النيوزيلندى Reserve Bank ، ولكن لا

توجد قيود أخرى فيما يخص منح الائتمان للحكومة سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة .

أما بالنسبة للنظام الأوروبى للبنوك المركزية فتنص معاهدة ماسترخت والبروتوكول على ما يلى :

- يمتنع على البنوك المركزية الوطنية أن تمنح حكوماتها أو السلطات العامة فى بلادها أى تسهيلات ائتمانية أو أن تسمح لها بالسحب على المكشوف .
- يمتنع على البنوك المركزية الوطنية أن تشترى من حكوماتها أو السلطات العامة فى بلادها أدوات دين بشكل مباشر .
- منع أى تمييز للحكومات فى تعاملاتها مع المؤسسات المالية بصفة عامة.

ثالثا – سلطة الحكومة فى تعيين محافظ ومجلس إدارة البنك المركزى:

فى ألمانيا يعين محافظ "البوندزبانك" ونائبه من قبل رئيس الجمهورية ، بناء على ترشيح الحكومة الفيدرالية ، ولمدة ٨ سنوات . أما أعضاء المجلس فيعينوا أيضا بنفس الطريقة ويمكن أن تستمر عضويتهم حتى بلوغهم ٦٨ عاما . ولا يوجد أى نص خاص بعزل أى من هؤلاء من منصبه . وبالنسبة لميزانية "البوندزبانك" ، فإنه لا يقوم بنشر أية ميزانية، وهو الذى يقرر نفقاته بنفسه دون أى رقابة حكومية ، رغم خضوعه لرقابة المحكمة الفيدرالية للمحاسبة .

وفى سويسرا يعين مجلس المحافظين ، الذى يتكون من المحافظ واثنين من النواب ، من قبل المجلس الفيدرالى ، وذلك لمدة ست سنوات قابلة للتجديد . هذا وتخضع الإدارة العليا للبنك المركزى السويسرى Swiss National Bank لرقابة من قبل المساهمين فيه حيث أن البنك مملوك ملكية خاصة . ولا يوجد أيضا أى نص خاص بعزلهم . هذا

ويلزم مجلس المحافظين بعرض حساباته على المجلس الفيدرالى للموافقة عليها قبل عرضها على الجمعية العمومية للمساهمين فى البنـك ، أى ان الحكومة لا تملك أيضا أية رقابة على ميزانيته .

وبالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية يعتبر مجلس المحـافظين ، والذى يتكون من سبعة أعضاء ، هو السلطة العليا فى النظام الاحتياطى الفيدرالى Federal Reserve System . ورئيس الولايـات المتحـدة الأمريكية هو المسئول عن تعيينهم ، لمدة ٤ سنوات قابلة للتجديد بالنسبة لرئيس المجلس ونائبه ، ولمدة ١٤ سنة بالنسبة لأعضاء المجلس بـصفة عامة غير قابلة للتجديد . كذلك لا توجد أية نـصوص خاصـة بعـزل أعضاء المجلس بما فيهم المحافظ ونائبه . أيضا لا توجـد أيـة سـلطة للحكومة فيما يتعلق بميزانية الاحتياطى الفيدرالى .

أما فى نيوزيلندا فتقوم الحكومة بتعيين المحافظ وأعضاء مجلس الإدارة لمدة خمس سنوات ، أما نائب المحافظ فيعين من قبل المجلس بناء على ترشيح المحافظ . وتقدم نيوزيلندا نموذجا فريدا فيما يتعلق "بالعلاقة التعاقدية" التى تربط بين محافظ البنك المركزى وبين الحكومـة (وزيـر المالية بالتحديد) . فبقاء المحافظ فى منصبه مرهون بمدى تحقيقه للهدف المتفق عليه (أو بالأحرى المتعاقد عليه) مع وزير المالية ، والذى يمكن أن يقيله حتى ولو قبل انتهاء مدة ولايته . وتلك العقوبة المهينة تمثل أكثر النقاط إثارة للجدل فى النموذج النيوزيلندى . وبالنسبة لميزانيـة البنـك المركزى فى نيوزيلندا Reserve Bank فيتم تمويل نفقاته مـن خـلال اتفاقية بين وزير المالية ومحافظ البنك المركزى لمدة ٥ سـنوات ويـتم التصديق عليها من البرلمان .

أما بالنسبة لنظام البنوك المركزية الأوروبية ينص البروتوكـول على ألا تقل مدة ولاية المحافظ Governer office term عن خمـس سنوات. ولكن لم تنص المعاهدة على أسـلوب للتعيـين تاركـة ذلـك

للتشريعات الوطنية . أما فيما يتعلق بالعزل فإن حماية المحافظ (وبقية أعضاء مجلس الإدارة) من سلطة الحكومة فى إمكانية عزله (أو عزلهم) يعتبر أحد الدعامات لمكانه فقط إذا لم تعد تتوافر فيه الشروط اللازمة لأدائه لواجباته أو إذا ثبت أدانته فى سلوك مشين . وبصفة عامة فإن كافة القوانين الأوروبية تسير فى نفس الاتجاه ، حيث لا تستطيع الحكومة عزل المحافظ بمحض إرادتها .

رابعا - المكانة الخاصة بهدف تحقيق الاستقرار للمستوى العام للأسعار:

بالنسبة لألمانيا فإن "البوندزبانك" يدير السياسة النقدية بهدف أساسى هو حماية العملة . وذلك بالإضافة إلى دعم السياسة الاقتصادية العامة للحكومة الفيدرالية ، ولكن فى الحدود التى يتوافق فيها ذلك مع الهدف الرئيسى وهو حماية قيمة العملة .

أما فى سويسرا فقد سبق وأن أشرنا إلى أنه رغم تكليف البنك المركزى السويسرى بتنظيم دورة النقود فى البلاد ، وتسهيل عمليات الدفع، وتبنى سياسة نقدية وائتمانية تخدم مصالح البلد ، إلا أنه اعتبر ذلك بمثابة تكليف بضرورة تأمين استقرار الأسعار باستخدام كافة الأدوات المتاحة له .

أما فى الولايات المتحدة الأمريكية فقد جاء تكليف الاحتياطى الفيدرالى بصور شديدة العمومية وشملت الحفاظ على نمو مجمل النقد والائتمان على المدى الطويل ، وذلك بالتساوى مع الحفاظ على قوة الدفع للاقتصاد - وعلى المدى الطويل - فى زيادة الإنتاج ، والتحقيق الفعلى لأعلى معدلات للتشغيل والعمالة واستقرار الأسعار ومعقولية أسعار الفائدة.

ولكن فى نيوزيلندا جاء التعديل التشريعى الخاص بالبنك

المركزى النيوزيلندى فى عام ١٩٨٩ لينص صراحة على أن الوظيفة الأساسية للبنك هى وضع السياسة النقدية بغرض إنجاز الهدف الاقتصادى المتمثل فى الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار.

كذلك فإن النظام الأوروبى للبنوك المركزية نص صراحة على أن الهدف الرئيسى للبنوك المركزية (البنك المركزى الأوروبى والبنوك المركزية الوطنية) هو الحفاظ على الاستقرار للمستوى العام للأسعار.

خامسا – إمكانية مساءلة البنك المركزى :

فى ألمانيا وسويسرا لا يمكن مساءلة البنوك المركزية من قبل أية جهة حكومية ، ولكن يحرص كلا البنكين على إعلان أهدافها النقدية وعلى السعى لتحقيقها ، فتسهل من ثم متابعة أدائهما فى إدارة السياسة النقدية من قبل الرأى العام مباشرة . ويلتزم "البوندزبانك" بنشر تقرير سنوى ولكنه غير ملزم بتقديمه للبرلمان أو للحكومة . أما فى سويسرا فيلتزم البنك المركزى هناك بتقديم تقريره السنوى إلى مساهميه (وليس من بينهم الحكومة بالطبع) .

وفى الولايات المتحدة الأمريكية لا توجد أية مساءلة للاحتياطى الفيدرالى أمام أية جهة حكومية ، ويلتزم بتقديم تقرير نصف سنوى إلى الكونجرس . هذا وإن كان التشريع يلزمه بمناقشة الأرقام الخاصة بأهدافه النقدية ، إلا أن لوائحه لا تفرض عليه أى التزام بشأن هذه الأهداف .

أما فى نيوزيلندا ، فكما أشرنا سابقاً ، تنصب المساءلة على شخص محافظ البنك المركزى فى مواجهة وزير المالية ، وليس على البنك المركزى فى ذاته . وتتوقف هذه المساءلة على أهداف السياسة النقدية المنشورة بعد أن يتم الاتفاق عليها بين المحافظ ووزير المالية . هذا ويمكن متابعة الأداء رسمياً من خلال التقرير السنوى الذى يقدمه البنك للوزير ويعرضه على البرلمان أيضا ، وبشكل أكثر دقة من خلال

"بيان السياسة النقدية" policy statement الذى يلتزم المحافظ بتقديمه للوزير كل ستة أشهر (ويعرض أيضا على البرلمان) ، وكذلك من خلال مجلس إدارة البنك ، حيث أن مسئوليات أعضائه حددها القانون بوضوح فى التأكيد على واجبهم فى متابعة أداء المحافظ ، والبنك بصفة عامة ، نيابة عن وزير المالية ، وفى ضوء الأهداف المتفق عليها بين المحافظ والوزير ، وفى ضوء أهداف البنك المنصوص عليها قانونا .

وبالنسبة للنظام الأوروبى للبنوك المركزية يستلزم بروتوكول المعاهدة أن يقوم البنك المركزى الأوروبى بنشر تقارير ربع سنوية عن نشاط البنك المركزى الأوروبى ، ونشر تقرير سنوى يرسل للبرلمان الأوروبى وللمجلس الأوروبى ، وكذلك نشر تقرير مالى اسبوعى . وينتظر أن تكون هناك مناقشات حول التقرير فى البرلمان ، وكذلك قد يستدعى رئيس البنك المركزى الأوروبى والأعضاء الآخرون فى المجلس التنفيذى للبنك للاستماع إليهم من قبل لجان البرلمان الأوروبى . أما عدا ذلك فلم تنص المعاهدة أو البروتوكول على أية إجراءات للمساءلة بالنسبة للتشريعات الوطنية .

المبحث الثالث

أسباب الدعوة إلى استقلالية البنك المركزى

رغم أن استقلالية البنك المركزى أصبحت واقعا فعليا فى العديد من الدول إلا أن الحوار لا يزال دائراً حول مبررات هذه الاستقلالية ، خاصة فى المملكة المتحدة والتى يعد بنكها المركزى Bank of England من أقدم وأعرق البنوك المركزية فى العالم ، والذى يعتبر حتى الآن مجرد تابع للخزانة explicitly subservient to the treasury وتدور أهم مبررات الدعوة للاستقلالية حول ثلاثة محاور رئيسية هى :

أولا : حصيلة الدراسات النظرية التى أثبتت التحيز التضخمى للحرية المطلقة للحكومات فى صنع السياسة النقدية .

ثانيا : حصيلة الدراسات التطبيقية بخصوص العلاقة بين استقلال البنوك المركزية وبين انخفاض معدلات التضخم . ويدعم نتائج تلك الدراسات ذلك النجاح الكبير الذى حققه الاقتصاد الالمانى (ومعه البنك المركزى الألمانى Bundesbank) وكذلك الاقتصاد السويسرى (ومعه البنك المركزى السويسرى Swiss National Bank) على مدى العقود الأربعة الماضية ، بالإضافة إلى النتائج الإيجابية للتجربة الحديثة فى نيوزيلندا بعد منح بنكها المركزى استقلاليته فى عام ١٩٨٩ .

ثالثا : الارتباط بين استقلال البنك المركزى وبين اعتبار استقرار الأسعار بمثابة الهدف الأول والرئيسى للسياسة النقدية .

المطلب الأول

العلاقة بين حرية الحكومة فى وضع السياسة النقدية ومعدل التضخم

أشرنا فى الفصل الأول كيف أن دور السياسة النقدية ، كأحد الأدوات الرئيسية للسياسة الاقتصادية على المستوى الكلى ، لم يتبلور إلا ابتداء من ثلاثينات هذا القرن ، وبدأ يتبلور معها دور البنوك المركزية ، كمدير لهذه السياسة النقدية ، فى تحديد المستوى الكلى للنشاط الاقتصادى، وسعى الحكومة – من ثم – إلى السيطرة على هذه البنوك لتوجيه السياسة النقدية بما يحقق أهداف سياستها المالية والاقتصادية بصفة عامة ، الأمر الذى وصل إلى حد تأميم البنوك المركزية التى كانت مملوكة ملكية خاصة فى ذلك الوقت .

وبعد أن أصبح النظام النقدى فى كافة الاقتصاديات الحديثة مؤسسا على النقود الورقية ، التى تكون مع نقود الودائع حجم الرصيد النقدى فى الاقتصاد القومى ، لم يعد هناك أساس موضوعى objective anchor موضوعى يحكم عملية خلق النقود ، كما كان الوضع بالنسبة للذهب فى الماضى . ومن ثم زادت المسئولية الملقاة على عاتق السياسة النقدية باعتبارها الأداة المسئولة عن التحكم فى العرض النقدى على نحو يحقق أهداف الاقتصاد الكلى ، وزادت معها – بالتالى – أهمية الدور الذى يلعبه البنك المركزى باعتباره المؤسسة المسئولة عن إدارة هذه السياسة . وأصبحت السلطات السياسية تتمتع بحرية كبيرة ، من خلال سيطرتها على البنوك المركزية وإجبارها على تنفيذ السياسة النقدية التى تحددها لها ، فى تحديد حجم الرصيد النقدى ، من خلال حريتها فى التحكم فى مكونات غطاء الإصدار ونسب هذه المكونات ، وتبعاً للسياسة الاقتصادية التى تتبعها والأهداف التى تبغى تحقيقها ، الأمر الذى أدى

إلى التوسع الكبير فى الإصدار النقدى والتمويل التضخمى للإنفاق الحكومى.

ومن ثم أدى تجمع القوى التضخمية فى الستينيات والسبعينيات فى الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة (والنامية) ، وإنهيار نظام "بريتون وودز" القائم على القابلية للتحويل convertability والتأثير المتزايد للمدرسة النقدية ، وسيادة النظرة إلى التخضم باعتباره ظاهرة نقدية مرتبطة ارتباطا لازما بالسياسة النقدية القائمة على التوسع غير المنضبط فى حجم العرض النقدى بسبب اضطرار البنوك المركزية للتوسع فى الإصدار النقدى تحت ضغط السلطات السياسية ، والإيمان المتزايد بمخاطر استمرار المعدلات المرتفعة للتضخم على الإنتاج والإنتاجية والعمالة والتشغيل ، وعلى القوة الشرائية للعملة ، وعلى النمو الاقتصادى بصفة عامة ، كل ذلك أدى إلى اعادة النظر فى ترتيب أهداف السياسة الاقتصادية ، وإعطاء الأولوية لهدف تحجيم التضخم عند أقل معدلات ممكنة ، وإعادة ترتيب أهداف السياسة النقدية بحيث يصبح استقرار الأسعار والحفاظ على قيمة العملة هو هدفها الرئيسى ، وإعادة النظر - بالتالى - فى علاقة البنك المركزى بالسلطة السياسة ، حتى يتمكن من إدارة السياسة النقدية على نحو يحقق هذا الهدف ، ولو كان ذلك على حساب الأهداف الأخرى مثل خفض معدلات البطالة بصفة خاصة .

فمحاولة التخفيف من معدل البطالة بسرعة على حساب الزيادة فى معدل التضخم تعتبر من المسائل التى تخضع لتقدير صناع السياسة ونظرتهم وإدارتهم للسياسة الاقتصادية ككل . فلو كان تقدير هؤلاء أن البطالة ترتفع تكلفتها بالمقارنة بتكلفة التضخم ، فلن يترددوا فى تحمل مخاطر أكبر للتضخم مقابل خفض معدلات البطالة ، وذلك فيما لو كانوا هم المتحكمين فى وضع السياسة النقدية وكان البنك المركزى تابعا لهم ، عكس الحال لو كان هذا الأخير مستقلا عن السلطة السياسية وكانت له

الحرية المطلقة فى وضع وتنفيذ السياسة النقدية ويعطى لهدف الحفاظ على استقرار الأسعار الأولوية المطلقة على ما عداه من الأهداف .

كذلك تؤثر علاقات الاقتصاد السياسى على السياسة النقدية ، وغيرها من سياسات حفظ التوازن على المستوى الاقتصادى الكلى ، وذلك بطرق أخرى غير مجرد التكلفة التى يقدرها صناع هذه السياسات، بمختلف تياراتهم ، لكل من التضخم والبطالة ، وللمخاطر التى يستعدون لتحملها فى محاولة تحسين الوضع الاقتصادى . فهناك أيضا ما يمكن تسميته بالدورة السياسية للنشاط الاقتصادى Political business cycle والتى يرجع أساسها إلى ما لوحظ من تأثر نتائج الانتخابات بالوضع الاقتصادى القائم قبل وأثناء إجراءها مباشرة . فكلما كان معدل البطالة أقل والوضع الاقتصادى فى تحسن فى الفترة السابقة على تاريخ الانتخابات، كلما كان المناخ السياسى أكثر ملاءمة لإعادة انتخاب الحكومة الموجودة فى السلطة .

ومن ثم يشكل ذلك حافزا لصناع السياسة الموجودين فى السلطة، والساعين لكسب الانتخابات وتوجيه نتائجها وجهة معينة ، إلى استخدام سياسات التوازن ، نقدية أو مالية ، بهدف إحداث رواج اقتصادى قبل تاريخ الانتخابات pre-election economic boom ، حتى ولو كان رواجاً قصير المدى ، فالمهم أن يستمر هذا الرواج لحين نجاحهم فى الانتخابات.

وبناء على ما سبق فإن إساءة الحكومات لاستخدام أداة السياسة النقدية ، من خلال سيطرتها على البنوك المركزية وإجبارها على التوسع فى الإصدار النقدى وفى منح الائتمان لتمويل عجز الميزانية والتوسع فى الإنفاق العام ، كانت من أهم الأسباب التى دفعت بمعدلات التضخم إلى أعلى ، الأمر الذى يحتم – إذا ما أريد تحجيم هذا التضخم عند معدلات منخفضة – نزع هذه الأداة من يد السلطة السياسية ، وتركيزها فى يد

البنك المركزى ، بشرط عزله تماما عن إمكانية ممارسة أية ضغوط سياسية عليه ، أى بشرط منحه الاستقلالية .

المطلب الثانى

نتائج الدراسات الخاصة بالعلاقة بين استقلالية البنك المركزى وبين معدل التضخم وعجز الميزانية

يبدو أن تجربة التضخم المرتفعة فى السبعينيات ، وتنامى تأثير المدرسة النقدية ، قد حفزوا العديد من الاقتصاديين لإجراء بعض الدراسات التطبيقية لتحديد طبيعة العلاقة بين ارتفاع معدلات التضخم وبين تبعية البنوك المركزية للسلطة السياسية واضطرارها للاذعان لطلباتها فى التوسع فى الإصدار النقدى لتمويل إنفاقها المتزايد . وتمثلت أهم نتائج هذه الدراسات فيما يلى :

أولا : تعتبر دراسة R. Bade - M. Parkin (١٩٨٥) من أولى الدراسات التطبيقية التى حاولت دراسة العلاقة بين استقلال البنك المركزى عن الضغوط السياسية وبين انخفاض واستقرار معدل التضخم. هذا وقد قامت هذه الدراسة بقياس استقلالية البنك المركزى وفقا لما يلى:

أ- مدى تأثير الحكومة على مالية البنك المركزى ، وهو الأمر الذى يتحدد بمدى سلطة الحكومة فى تحديد أجور أعضاء مجلس البنك المركزى ، وعلى التحكم فى ميزانية البنك المركزى وتوزيعه لأرباحه.

ب- مدى تأثير الحكومة على سياسات البنك المركزى ، وهو الأمر الذى يتحدد بمدى سلطة الحكومة فى تعيين أعضاء مجلس إدارة البنك المركزى ، وعلى مدى تمثيل الحكومة فى هذا المجلس ،

وعلى ما إذا كانت الحكومة أم المجلس هو صاحب السلطة النهائية فى تقرير هذه السياسة .

وانتهت هذه الدراسة إلى درجة الاستقلال المالى لـم تكـن عـاملا مؤثراً فى معدل التضخم فى فترة ما بعد "بريتون وودز" فى الوقت الذى أكدت فيه على أن الاستقلال فى تحديد السياسة النقدية يعتبـر محدداً هاماً لمعدل التضخم ، بدليل أن البلدين اللذين سجلا أعلـى درجة فى استقلالية تحديد السياسات (ألمانيـا وسويـسرا) كانـت معدلات التضخم فيها أقل من جميع الدول الأخـرى الممثلـة فـى العينة.

ثانيا : استخدمت دراسة A.Alesina (١٩٨٨) نفس مؤشرات Bade & Parkin ، وانتهت – بصفة عامة – إلى وجود علاقة عكسية بين المعدلات المتوسطة للتضخم وبين درجة استقلال البنك المركزى.

ثالثـا : وضـعت دراسـة V.G rilli - D. Masciandara - G. Tabellini (١٩٩١) مؤشرين آخرين لقياس الاستقلالية ، أحدهما سياسى على نفس خط دراسة Bade-Parkin ، والآخـر مؤشـر اقتصادى يقيس استقلالية البنك المركزى بمدى سلطة الحكومة فى تحديد الشروط التى يمكن للحكومة أن تقترض من البنك المركزى وفقا لها من جانب ، وبمدى سلطة الحكومة على الأدوات النقديـة الموجودة تحت تصرف البنك المركزى من جانب آخر . وانتهـت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بـين درجـة اسـتقلالية البنـك المركزى وبين معدلات التضخم .

رابعا : أكدت دراسة A.Alexina - L. H. Summers (١٩٩٣) مـرة أخرى وجود علاقة الارتباط السلبى بين درجـة اسـتقلال البنـك المركزى وبين معدل التضخم ، وأضافت أنه كلمـا كـان البنـك المركزى أكثر استقلالا ، كلما كان معدل التـضخم أكثـر قابليـة

للتغير.

خامسا : أما دراسة A. Cukierman (١٩٩٢) فقد استخدمت ثلاثة مقاييس رئيسية :

أ- الأول مقياس قانوني لقياس مدى استقلالية البنوك المركزية من واقع تشريعاتها في الدول المختلفة .

ب- الثاني مقياس تطبيقي ميداني قائم على بيانات الاستبيان الذى أجراه على مسئولين في الإدارة العليا في البنوك المركزية .

ج - والثالث مقياس تطبيقي قائم على قياس معدل تغيير محافظتي البنوك المركزية .

هذا ويعتبر تحليل Cukierman هو أكثر التحليلات كمالا حتى وقتنا هذا، ليس فقط لأنه تضمن معلومات عن الوضع الحقيقي للاستقلالية التي تتمتع بها البنوك المركزية فعلا في الواقع العملي ، ولكن لان دراسته شملت حوالى ٧٠ دولة (شمل الاستبيان ٢٤ دولة فقط) .

هذا وقد انتهت هذه الدراسة أيضا إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين درجة استقلال البنوك المركزية وبين معدلات التضخم .

سادسا : وركزت دراسة F. Capie - T. Mills - G. Wood (١٩٩٢) على تحليل البيانات الخاصة بـ١٢ دولة من الفترة ١٨٧١-١٩٨٧ وقسمت البنوك المركزية إلى مستقلة وتابعة وفقا لدرجة تحكمها في السياسة النقدية ، وقسمت الدراسة نفسها إلى أربع فترات : قبل الحرب العالمية الأولى ، ثم فترة ما بين الحربين ، ثم فترة بريتون وودز ، ثم فترة ما بعد بريتون وودز .

وانتهت الدراسة إلى أن الدول التي بها بنوك مركزية مستقلة – في كل الفترات الأربعة – كانت في مجموعة الدول ذات معدلات التضخم المنخفضة . ومع ذلك فقد وجدت هذه الدراسة أن ذات

المجموعة تضمنت بعض الدول ذات البنوك المركزيــة التابعــة . ومن ثم فقد انتهت هذه الدراسة إلى أن الاستقلالية قد تكون شــرطاً كافياً لوجود معدل تضخم مــنخفض ، ولكنهــا ليــست بالــشرط الضروري.

المهم أن كافة هذه الدراسات - وغيرها - اجتمعــت علــى أن وجود بنك مركزى مستقل فى دولة ما من شأنه انه يؤدى إلــى خفــض معدلات التضخم دون التأثير السلبى على معدلات النمو . كذلك انتهــت هذه الدراسات إلى وجود علاقة سلبية بين استقلال البنك المركزى وبين عجز الميزانية (كنسبة من الناتج القومى الاجمالى) ، استناداً إلى فرضية أن البنوك المستقلة تكون أكثر قدرة على مقاومــة ضــغوط الحكومــة لإجبارها على تمويل عجز الميزانية ، فتدرك الحكومة بالتالى أن هنــاك حدوداً لقدرتها على إصدار سندات بشكل مستمر لتمويل عجز ميزانيتها ، الأمر الذى يجبرها على تخفيض حجم انفاقها .

جدول رقم (٦)

ترتيب البنوك المركزية وفقا لدرجة استقلاليتها في الدراسات المختلفة

الدولة	Cukierman	Alesina & Summers	Alesina
سويسرا	١	١	١
ألمانيا	٢	١	١
الولايات المتحدة الأمريكية	٣	٣	٣
الدانمرك	٤	٤	٥
كندا	٥	٤	٥
هولندا	٦	٤	٥
انجلترا	٧	٨	٥
استراليا	٨	٨	١٤
فرنسا	٩	٨	٥
نيوزيلندا	١٠	١٦	١٤
السويد	١١	٨	٥
ايطاليا	١٢	١٤	١٣
اسبانيا	١٣	١٥	١٤
بلجيكا	١٤	٨	٥
اليابان	١٥	٤	٣
النرويج	١٦	٨	٥

P.S. Pollard, Central Bank independence and Economic Performance, Federal Reserve Bank of St. Louis. July/August 1993, p. 29

هذا ويبين الجدول رقم (٦) ترتيب الدول من حيث استقلالية بنوكها المركزية ، ونلاحظ التوافق الكبير بين دراسة Cukierman (١٩٩٢) ودراسة Alesina - Summers (١٩٩٣) ، علما بأن هناك تغيرات فى الترتيب قد حدثت نظراً لان بيانات هاتين الدراستين توقفت عند عام ١٩٨٨ . ورغم شبه الاتفاق فى المراكز التسعة الأولى بين الدراستين ، إلا أن هناك اختلافاً كبيراً فى تقييم مدى استقلالية البنوك المركزية ببعض الدول (كاليابان على سبيل المثال) ، وهذا الاختلاف يرجع إلى معايير ومقاييس الاستقلالية الخاصة بكل دراسة . فدراسة Alesina تعتبر أن البنك المركزى اليابانى مستقل عن الحكومة فى وضع وتنفيذ السياسة النقدية ، بينما ذهبت دراسة Cukierman إلى أن البنك المركزى ملزم بالاشتراك مع الحكومة فى وضع السياسة النقدية ، ويكون الرأى النهائى للحكومة Overriding فى حالة الخلاف بينهما ، الأمر الذى يفسر تأخر ترتيب البنك المركزى اليابانى فى ترتيب هذه الدراسة.

وبالإضافة إلى المثالين البارزين لألمانيا وسويسرا فى إثبات تأثير استقلال البنوك المركزية على خفض معدلات التضخم ، فهناك المثال الحديث لنيوزيلندا ، التى عدل قانون بنكها المركزى فى عام ١٩٨٩ بحيث يمنحه درجة كبيرة من الاستقلالية فى مواجهة الحكومة . فبعد أن كان معدل التضخم يصل إلى ٩% فى نهاية الثمانينات تمكن أول محافظ يتولى رئاسة البنك بعد التعديل الجديد (Don Brash فى عام ١٩٩٠) أن يوفى بالتزامه ، وفقا لاتفاقه مع وزير المالية ، بالنزول بمعدل التضخم إلى أقل من ٢% ، بل وقبل انتهاء مدة ولايته ، ومن ثم أعيد تعيينه لمدة خمس سنوات أخرى مع استمرار الاتفاق بعدم تجاوز معدل التضخم حد الـ٢% .

المطلب الثالث

الارتباط بين استقلالية البنك المركزى وبين استقرار الأسعار كهدف رئيسى للسياسة النقدية

إن اعتبار البنك المركزى هو المسئول عن إدارة السياسة النقدية، واعتبار هدف الحفاظ على استقرار الأسعار بمثابة الهدف الأول والرئيسى لهذه السياسة وللبنك المركزى بالتالى ، يحتمان تمتع البنك المركزى بالسلطة والحرية التامة فى هذه الإدارة بعيدا عن أى تدخل أو ضغط من قبل الحكومة ، وذلك لأسباب عدة منها :

- إن السياسة النقدية ما هى إلا إحدى أدوات السياسة الاقتصادية – بصفة عامة – على المستوى الكلى ، ومن ثم فمن غير المناسب أن نعهد لها بتحقيق أهداف متعددة فى نفس الوقت ، خاصة لو كان هناك تعارض – وهذا هو الغالب – بين هذه الأهداف فى الزمن القصير.
- إن السياسة النقدية تتمتع بميزة نسبية فيما يتعلق بقدرتها على انجاز هدف الحفاظ على استقرار الأسعار ، مقارنة بمدى قدرتها على تحقيق أهداف اقتصادية أخرى ، أو نتائج مؤثرة ومستمرة فى القطاع العينى.
- يفقد استقلال البنك المركزى فى إدارة هذه السياسة النقدية معناه إذا ما حددنا للبنك المركزى ، وللسياسة النقدية التى يقودها ، أهدافا متعددة تتعلق بالنمو وبالتشغيل وبميزان المدفوعات ...الخ. ففى هذه الحالة فإن التنسيق الفعال وإمكانية المساءلة عن الأداء والنتائج سيقتضيان أن يكون البنك المركزى تحت الإشراف الدقيق للحكومة ، نظرا لان الأجهزة الحكومية الأخرى تستهدف أيضا تشكيلات مختلفة من نفس مجموعة الأهداف .
- يقلل تعدد الأهداف من درجة شفافية السياسة النقدية ، ويضعف من ثم

إمكانية محاسبة ومساءلة كل من البنك المركزى والقيادة السياسية . فعند تعدد الأهداف المطلوب تحقيقها ، فإن الفشل فى تحقيق أحدها سيتم تبريره على الفور بإلقاء المسئولية على الأهداف الأخرى . كذلك فإذا لم يكن الهدف محدداً بشكل واضح وقاطع ودقيق ، فإنه تصعب مساءلة المسئولين عن السياسة النقدية بشكل فعال .

- إن تعدد الأهداف - أو عدم تحديدها - لا يتوافق مع الرغبة والحرص على تأكيد المصداقية والقبول العام للسياسة النقدية المتبعة monetary policy credilility . فإدراك الناس للمخاطر الناتجة عن التحولات فى السياسة النقدية بسبب التغيير فى أهدافها المتعددة يضعف من درجة مصداقيتها وقبولها ، رغم أن هذه المصداقية وذاك القبول يمثلان أحد الأسس الرئيسية لفكرة استقلال البنك المركزية ، خاصة وأنه - فى غالب الأحيان - تكون المساءلة أمام الرأى العام هى الأسلوب الوحيد المتاح لمساءلة البنك المركزى المستقل .

المبحث الرابع

تقويم الدعوة لاستقلالية البنوك المركزية

رغم الوجاهة الظاهرة لحجج المؤيدين لمنح الاستقلالية للبنوك المركزية ، إلا أن هناك العديد من التحفظات التى يمكن إيرادها على تلك الحجج . هذه التحفظات ، أو الانتقادات ، لا تعنى إنكارنا للمزايا التى يمكن أن تعود من وجود مؤسسة قوية مستقلة كالبنك المركزى تقود السياسة النقدية ، فى توافق مع غيرها من السياسات الاقتصادية الكلية الأخرى، بحيث تلعب دورها فى حفز ورفع معدلات الادخار والاستثمار والإنتاج والإنتاجية ، وبالتالى رفع معدلات النمو والعمالة ومستوى المعيشة بصفة عامة ، مع التحكم فى نفس الوقت فى معدلات التضخم فى أضيق حدود ممكنة حفاظا على استقرار المستوى العام للأسعار وقيمة العملة وقوتها الشرائية .

وتثور أهم هذه التحفظات بشأن نتائج الدراسات التى سبق وأن عرضنا أهم نتائجها الخاصة بالربط بين استقلالية البنك المركزية وانخفاض معدلات التضخم ، وكذلك عند متابعة هذه الاستقلالية فى الواقع العملى ، وأخيرا عند تتبع موقف الدول النامية إزاء هذه الاستقلالية، وذلك على النحو الذى نعرض له بشىء من التفصيل .

المطلب الأول

التحفظات الخاصة بنتائج الدراسات الخاصة بالاستقلالية

رغم ما تبعثه نتائج الدراسات التطبيقية من إبهار بشأن العلاقة

بين درجة استقلالية البنوك المركزية وبين انخفاض معدلات التضخم ، إلا أن هناك العديد من التحفظات والانتقادات التى يمكن أن توجه لهـا ، لعل من أهمها ما يلى :

- صعوبة القياس الدقيق لدرجة استقلالية البنوك المركزية . فالمؤشرات التى استخدمتها معظم الدراسات التى أشرنا إليها ، باستثناء دراسة Cukierman والتى نعتبرها أفضل ما كتب فى هذا الصدد ، تعطى أوزانا واحدة لكل عنصر من العناصر التى تعكس هذه الاستقلالية ، والتى على ضوئها ، قامت هذه الدراسات بتحليل التشريعات الخاصة بالبنوك المركزية . فمثلا المؤشر الوارد فى دراسة Grill - Masciandaro - Tabllini يستند إلى مقاييس سياسة للاستقلال تعطى للبلد نقطة واحدة إذا لم يكن هناك أى عضو فى مجلس إدارة البنك المركزى تم تعيينه من قبل الحكومة ، وذلك فى نفس الوقت الذى تعطى فيه نقطة واحدة أيضا للبلد الذى ينفرد فيه البنك المركزى بتوجيه السياسة النقدية دون اشتراط الحصول على موافقة الحكومة ، رغم أن المقياس الثانى يفوق المقياس الأول من حيث الأهمية فى تحديد مدى استقلالية البنك المركزى.
- تقوم غالبية هذه الدراسات ، باستثناء دراسة Cukierman ، على قياس الاستقلالية وفقا لما هو وارد فى نصوص التشريعات الخاصة بالبنوك المركزية للبلاد المندرجة فى العينة المدروسة . ولكن فى كثير من الأحيان تختلف الاستقلالية كما هى واردة فى نصوص التشريعات عن درجة الاستقلالية كما هى فى الواقع العملى ، الأمر الذى يؤدى إلى إمكانية أن تكون نتائج هذه الدراسات خادعة spurious . ولذلك وجد Cukierman أن علاقة الارتباط بين المؤشر التشريعى والمؤشر العملى للاستقلال لا يزيد على ٠,٣٣ بالنسبة للبلاد الصناعية المتقدمة، وتتدنى إلى ٠,٠٦ بالنسبة للبلاد المختلفة ، الأمر الذى دفعه إلى

استخلاص أن المؤشر التشريعى لا يفيد اطلاقا فى دراسة اسـتقلالية البنوك فى الدول المتخلفة ، ولا يمثل إلا مقياسا ضعيفا لهذه الاستقلالية كما هى فى الواقع الفعلى فى الدول المتقدمة .

- إذا ما كانت هذه الدراسات قد أثبتت وجود علاقة ارتباط سـالبة بـين استقلالية البنك المركزى وبين معدل التضخم من جهة ، وبـين هـذه الاستقلالية وبين عجز الميزانية من جهة أخرى ، إلا أنهـا لا تمـدنا بدليل قاطع على وجود علاقة سببية Causality بينهما . فالدول التى تتميز بوجود اتجاه عام معاد للتضخم قد تترجم ذلك بشكل رسمى فـى صورة منح الاستقلالية لبنكها المركزى ، وبالتالى يكون العداء للتضخم هو العامل الأول المسبب لانخفاض معدل التضخم وليس إنشاء البنـك المركزى المستقل . فإقامة بنك مركزى مستقل دون وجود التزام مـن الدولة بكل أجهزتها الشعبية والرسمية ، باستقرار الأسعار لن يـؤدى إلى أن تؤتى الحرب ضد التضخم ثمارها . والواقع أن العـداء العـام تجاه التضخم كان موجودا بالفعل قبل إنشاء العديد من البنوك المركزية المعروفة باستقلاليتها ، ويأتى فى مقدمتها البنك المركـزى الألمـانى Bundesbank المنشأ وفقا للقانون الصادر عام ١٩٥٧ ، وكـذلك – كأمثلة حديثة – البنوك المركزية فى كل من نيوزيلندا وشيلى .

- تعتبر القياسات التطبيقية للاستقلالية منحازة فى محاولتها لإثبـات أن الاستقلالية تؤدى إلى خفض معدل التضخم . ويرجع ذلك إلى أن هذه القياسات تعطى وزناً أكبر لبعض عناصر قياس الاسـتقلالية ، مثـل العنصر الخاص بوجود نص صريح فى قانون البنك المركزى علـى ضرورة محافظته على استقرار الأسعار كهدف مقـدم علـى كافـة الأهداف الأخرى . فدراسة Cukierman كانت صريحة حين أقـرت بأن مقياسها يقوم على أن الاستقلالية لا تعنى سلطة البنك المركزى فى أن يفعل أى شيء يحلو له ، ولكن يقوم على أن الاستقلالية تعنـى –

من باب أولى – قدرة البنك المركزى على التمسك بتحقيق هدف الحفاظ على الاستقرار فى المستوى العام للأسعار ولو على حساب الأهداف الأخرى العينية فى المدى القصير . وبالتالى فلا نندهش ، مع هذا التعريف للاستقلالية ، إذا ما ارتبط وجود البنك المركزى المستقل بانخفاض معدل التضخم .

وبناء على ما سبق ، فالقول بأن من شأن منح الاستقلالية للبنك المركزى فى وضع وتنفيذ السياسة النقدية – بعيد عن أية ضغوط سياسية– أن يؤدى إلى إنجاز الهدف الرئيسى ، وهو تحقيق استقرار الأسعار وحماية قيمة العملة ، يجب أن يؤخذ بكثير من التحفظ . وإن كان ذلك لا يغمط هذه الدراسات حقها فيما توصلت إليه من نتائج عديدة ، لعل من أهمها لفت النظر إلى مخاطر التبعية المطلقة للبنوك المركزية للرغبات والاهواء السياسية للسلطة التنفيذية ، وإلى ضرورة تمتع البنوك المركزية بحد أدنى من تلك الاستقلالية التى يجب أن ينص عليها فى تشريع واجب احترامه من الجميع ويحدد بدقة مسئوليات وأهداف البنك المركزى.

المطلب الثانى

الاستقلالية والواقع العملى

فى مواجهة الحجج المؤيدة لاستقلالية البنك المركزى بالواقع الفعلى نجد أن هناك – أيضا – العديد من التحفظات والانتقادات التى يمكن أن ترد على هذه الحجج ، ومن بينها :

– فى كثير من الأحيان لا يجدى التمسك بالاستقلالية فى مواجهة القضايا القومية الخطيرة . فعندما نشب الخلاف بين المستشار الألمانى "هلموت كول" وبين محافظ البنك المركزى Bundeslank حينئذ حول كيفية

تمويل عملية التوحيد بين شطرى ألمانيا ، اضطر المحافظ للاستقالة عندما شعر أن "البوندزبانك" قد اريق ماء وجهه لاضطراره للاستجابة لرغبة الحكومة .

- قد يبلغ حرص البنك المركزى على استقلاليته الحد الذى يدفعه إلى مهادنة السلطتين التشريعية والتنفيذية والتماشى مع رغباتهما تجنبا لمعاداتهما ومحاولتهما التقليص من مظهره المستقل . ويظهر ذلك بوضح بالنسبة للاحتياطى الفيدرالى Federal Reserve المشهور باستقلاليته هو الآخر ، حيث انتهت عدة دراسات إلى أنه يستجيب بالفعل للضغوط السياسية ، نظراً لأنه يقدر كثيرا استقلاليته الرسمية ، ويريد حمايتها من خلال تجنب عداء كل من الكونجرس أو مؤسسة الرئاسة، وإلى أن المسئولين فى الاحتياطى الفيدرالى يحاولون - فى الواقع العملى - الحفاظ على استقلاليته وقوته السياسية من خلال اتباع السياسات النقدية لرئيس الولايات المتحدة الأمريكية .

والواقع أن وجود تأثير سياسى حكومى جوهرى على السياسة النقدية من باب خلفى ، رغم وجود استقلال رسمى شكلى للبنك المركزى، يعد أكثر ضرراً من عدم وجود هذه الاستقلالية من الأصل ، وذلك لأنه يساعد القيادة السياسية على التهرب من المسئولية والمحاسبة عن نتائج السياسة النقدية بسبب عدم وضوح وشفافية حقيقة العلاقات الفعلية الداخلة فى اللعبة . ومن ثم يأخذ أداء السياسة النقدية طابعا ارتجاليا هوائيا ليتجاوب مع تغير الرياح السياسية ، ويؤدى المظهر المستقل للبنك المركزى إلى تحويل الرأى العام (والممثلين المنتخبين) عن متابعة هذا الأداء بحيث لا ينال حقه من التحليل والمراجعة المفروضين . يضاف إلى ذلك أن هذا الوضع قد يدفع البنك المركزى إلى تبنى إجراءات لتنفيذ سياساته تتسم بعدم الشفافية لعدم فضح حقيقة تبعيته الفعلية .

- يتسبب التضخم ومعدلاته المرتفعة فى تآكل استقلالية البنك المركزى من الناحية الفعلية ، ومهما كانت درجة استقلاليته من الناحية القانونية، وذلك بسبب تراجع قدرته على مقاومة ضغط القطاع الحكومى بهدف رفع حجم الائتمان . كذلك فإنه مع وجود نظام الربط بين الأجور وبين معدلات التضخم indexation ، يضطر البنك المركزى ، مهما كانت درجة استقلاليته من الناحية القانونية ، إلى أن يتأقلم مع معدلات التضخم المرتفعة وإلى أن يرفع معدل نمو الائتمان . وفى نفس الوقت فإن هذا الربط بين ارتفاع معدل التضخم وبين الزيادة فى الأجور يقلل من تكلفة التضخم ووطأته ، ويقلل من ثم الحاجة لوجود بنك مركزى مستقل.

- لوحظ كذلك أن هناك دولا تتمسك بتبعية بنوكها للحكومة ولا تميل إلى منحها الاستقلالية ، وهى - بصفة عامة - الدول التى يتضخم فيها حجم الدين العام ، وأولا توجد بها أسواق مالية متسعة ومتطورة ، أو تتميز بعدم مرونة عرض الأموال فيها ، أو تتميز بارتفاع قدر تأثرها بأى تغير فى حجم الانفاق العام والدخل الحكومى . فوجود بعض - أو كل- هذه الظروف يحد بشكل بالغ من الاتجاه لمنح الاستقلالية للبنوك المركزية .

- لوحظ أيضا أن البنك المركزى اليابانى يعتبر أقل استقلالا قانونا من الاحتياطى الفيدرالى المشهور باستقلالية ، ومع ذلك تمكنت اليابان من تحجيم معدلات التضخم فيها عند مستويات أقل بكثير من معدلات التضخم فى الولايات المتحدة الأمريكية . كذلك فإن البنك المركزى الفرنسى كان - قبل صدور التعديل الأخير - أقل استقلالا بكثير من البوندزبانك ، ومع ذلك نجحت فرنسا أيضا فى أن تجعل معدلات التضخم فيها أقل من ألمانيا . ومن ثم يؤكد ذلك ما انتهى إليه البعض - وأشرنا إليه سابقاً - من أن استقلالية البنك المركزى لا تعتبر شرطا

ضروريا لخفض معدلات التضخم .

- حتى بالنسبة لتجربة نيوزيلندا التى يضرب بها المثل الآن فى التدليل على أن استقلالية البنك المركزى تؤدى إلى خفض معدلات التضخم ، وذلك بعد صدور القانون الذى منح قدراً كبيراً من الاستقلالية لبنكها المركزى فى عام ١٩٨٩ ، يوجد عليها عدة تحفظات . فمعدلات التضخم فى نيوزيلندا كانت من أعلى المعدلات التى شهدتها الدول الصناعية خلال الثمانينات ، حتى وصل إلى ١٦% عام ١٩٨٧ ، ورغم ذلك نجحت نيوزيلندا فى خفضها بالفعل إلى ٩% قبل العمل بالقانون المذكور مباشرة ، أى أن الاتجاه العام للمجتمع وللاقتصاد كان مستمرا نحو تخفيض معدل التضخم إلى أدنى حد . كذلك فإن تجربة نيوزيلندا بعد صدور القانون الذى منح بنكها المركزى استقلاليته ، جاءت فى وقت تميز بالتراجع العام فى معدلات التضخم general disinflation ، ويبقى من ثم أن نرى كيف سيتصرف البنك المركزى فى حالة عودة المعدلات التضخمية للارتفاع من جديد على مستوى العالم .

أخيراً فإنه يتضح من متابعة استقلالية البنوك المركزية فى الواقع العملى أنه لا توجد استقلالية مطلقة عن الحكومة ، وإنما هناك حد معين تنجح فيه الحكومة فى فرض كلمتها بطريق مباشر أو غير مباشر ، ومهما كانت درجة الاستقلالية التى يمنحها القانون للبنك المركزى . كذلك فإن هناك العديد من العوامل الواقعية التى تحد من "مفعول" الاستقلالية القانونية ، بل وتكاد تلغيها فى الواقع ، وهذه العوامل غالباً ما تتجمع فى الدول النامية . كذلك فإن الدلالة التى يمكن استنتاجها من بعض التجارب الواقعية – مثل التجربة النيوزيلندية – يتعين أن تؤخذ بقدر كبير من التحفظ نظرا للطبيعة الخاصة للمناخ العام الذى تمت فيه هذه التجربة ، فيتعين من ثم الانتظار حين يتغير هذا المناخ العام ويبدأ

الاتجاه الصعودى العالمى للتضخم من جديد لنحكم بشكل نهائى على قدرة الاستقلالية التى منحت لبنكها المركزى فى كبح جماح التضخم على النحو الرائع الذى تم من قبل . كذلك ينبغى أن نضع فى الاعتبار نجاح بعض الدول التى خضعت للدراسة – وربما هناك الكثير من الدول الأخرى– فى أن تواصل عملية النمو فى ظل معدلات تضخم متدنية رغم عدم استقلالية بنوكها المركزية ، بل وكانت تلك المعدلات أقل بكثير من المعدلات التى تحققت فى دول مشهورة باستقلالية بنوكها المركزية .

المطلب الثالث

استقلالية البنوك المركزية والدول النامية

أشرنا من قبل إلى تنامى الاتجاه نحو منح الاستقلالية للبنوك المركزية ليس فقط فى الدول الصناعية والمتقدمة ولكن فى الدول النامية أيضا. كذلك فقد أشرنا إلى أن تنامى هذا الاتجاه فى الدول النامية بالذات صحبه تراجع للدور التنموى للبنوك المركزية فيها . ويستند هذا الاتجاه إلى الحجة القائلة بأن اقتصار البنك المركزى على إدارة السياسة النقدية بهدف الحفاظ على استقرار الأسعار وقيمة العملة يعد أفضل للعملية التنموية على المدى الطويل من الدور الذى اعتاد أن يلعبه من خلال التمويل بالعجز والتوسع فى الائتمان بغرض تمويل التوسع المتزايد فى حجم الانفاق الحكومى ، إذا ما وضعنا فى الاعتبار ما تمثله معدلات التضخم المرتفعة من مخاطر على الإنتاج والإنتاجية والعمالة فى المدى الطويل.

هذا الاتجاه ، الذى يدعمه صندوق النقد الدولى وأصبح يوصى به صراحة ضمن برامج الاصلاح المالى والمصرفى التى يفرضها على الدول النامية والدول الاشتراكية سابقا ، إنما يأتى فى إطار الاتجاه العام

العالمى لفرض آليات السوق فى تسيير العجلة الاقتصادية وللانسحاب المستمر لدور الدولة وتحكمها فى العملية التنموية . وإن كان هذا الاتجاه يتميز بإبراز الدور الرئيسى الذى تلعبه السياسة النقدية فى اقتصاداتنا المعاصرة ، وضرورة تفرغ البنك المركزى لإدارتها بأعلى مستوى كفاءة ممكن، إلا أن الاسقاط المباشر Parachutisation لتجارب استقلالية البنوك المركزية فى الدول الصناعية المتقدمة على الدول النامية، أمر يثير العديد من التحفظات ، خاصة إذا ما وضعنا فى الاعتبار ما سبق وأبديناه من انتقادات . وتتمثل أهم هذه التحفظات فيما يلى:

- وإن كانت محاربة التضخم تعد من أوليات أهداف السياسات الاقتصادية بصفة عامة ، والسياسة النقدية بصفة خاصة ، إلا أن التضخم فى الدول النامية على الأخص يرجع لأسباب هيكلية اقتصادية واجتماعية وسياسة فى الأساس ، بحيث يصعب اعتباره بمثابة ظاهرة نقدية بحتة مرتبطة بعرض النقد والائتمان على النحو الذى تذهب إليه المدرسة النقدية . ومن ثم فمن الخطر بمكان أن تتهافت البنوك المركزية فى الدول النامية للحصول على الاستقلالية ، خاصة لو كان ذلك يتفق وتوصيات صندوق النقد الدولى بخصوص الاصلاح المالى والمصرفى ، وتسارع فى تطبيق سياسات نقدية انكماشية بغرض محاربة التضخم ، على غرار نظائرها فى الدول المتقدمة ، فتأتى النتائج مخيبة للآمال ليس فقط بالنسبة للإنتاج والعمالة ولكن أيضا بالنسبة لمعدلات التضخم ذاتها .

- إن وجود بنك مركزى تابع أو مستقل من ناحية ، ودرجة هذه الاستقلالية – إن وجدت – وحدودها وضماناتها من ناحية أخرى ، تتوقف على العديد من العوامل التى تختلف باختلاف الظروف الخاصة بكل دولة ، مثل طبيعة التضخم وأسبابه وتطوره فى هذه الدول ،

ومستوى الثقافة والمعرفة في المجتمع ، وإمكانيات ومستوى الحوار حول القضايا الاقتصادية والحيوية ، ومدى نضج قوى وآليات السوق وفعاليتها ، ودرجة تطور الأسواق المالية فيها ، وطبيعة نظام المحاسبة والمراجعة التبادلية في النظام السياسي للدولة وبين مؤسساتها السياسة المختلفة ...إلخ .

فكما أشرنا من قبل أن منح الاستقلالية للبنك المركزي في العديد من الدول مرتبط بوجود نظام للمحاسبة والمساءلة ليس أمام جهة تنفيذية أو تشريعية أو قضائية ، وإنما أمام رأى عام قوى ومثقف وواع له مؤسساته المنظمة وأدواته الاعلامية الفعالة ، وهي أمور قلما توافر في الغالبية العظمى من الدول النامية . بل على العكس من ذلك فإن الطابع الديكتاتورى المسيطر على النظم السياسية في هذه الدول غالبا ما يختزل دور البنوك المركزية فيها إلى مجرد إدارة حكومية تابعة ، ولن يغير من وضعها هذا مجرد تغيير التشريع بحيث يمنحها الاستقلالية ، طالما أن النظام السياسي بقى على طبيعته الدكتاتورية هذه . هذا وقد أشرنا سابقا إلى مخاطر الاستقلال الشكلي مع استمرار التأثير والتحكم السياسي للسلطة التنفيذية في السياسة النقدية في الواقع الفعلي من خلال الأبواب الخلفية التي تعرف القيادات السياسية المخضرمة أقصر الطرق إليها جيداً. ومن ثم يخشى أن تستغل هذه القيادات المظهر المستقل للبنك المركزي لتضع هذا الأخير في مواجهة الرأى العام ويتحمل مسئولية فشل السياسة النقدية المتبعة ، أو مسئولية ارتفاع التكلفة الاجتماعية لتلك السياسة.

إن منح الاستقلالية في الدول المتقدمة إنما يتم في إطار محسوب من إعادة تقسيم العمل بين مؤسسات الدولة عامة كانت أو خاصة على نحو يرفع مستوى الكفاءة في أداء الوظيفة التي سيتخصص فيها كل منها. ومن ثم فإن الاستقلالية في هذه الدول ما هي إلا حلقة من برنامج متكامل

لإعادة هيكلة التنظيم المؤسسى لعلاقة البنك المركزى بالدولة من جانب، وعلاقة البنك المركزى ببقية عناصر الجهاز المصرفى من جانب آخر ، هذا مع العلم بأن العديد من هذه الدول ما زالت متمسكة بتبعية بنوكها المركزية لحكوماتها ، ورغم ذلك كانت النتائج التى نجحت فى تحقيقها فيما يتعلق بالنمو والعمالة والتضخم متساوية ، إن لم تكن أفضل ، مع النتائج المحققة فى الدول ذات البنوك المركزية المستقلة . ومن ثم فعلى الدول النامية أن تعلم أن الاستقلالية ليست بالشرط الضرورى لخفض معدلات التضخم ولا لدفع معدلات النمو والعمالة . ومع ذلك فإن قدراً معقولا وحداً أدنى من الاستقلالية للبنوك المركزية يعد مطلبا مشروعا فى الدول النامية ، وذلك للحد - على الأقل - من التوسع غير الرشيد فى منح الائتمان الحكومى لتمويل عجز الميزانية . هذا التمويل يجب ألا يكون محرما ، كما يذهب لذلك دعاة الاستقلالية ، ولكن يجب أيضا ألا يكون سهلا ومتاحاً للحكومة بدون ضوابط محددة ومتشددة . هذا القدر المناسب من الاستقلالية ، وإن كان يكفل حرية التقدير والتصرف لصانعى القرارات الخاصة بالسياسة النقدية فى البنك المركزى ، إلا أنه يحتم عليهم أيضا ضرورة التشاور المستمر مع الحكومة ضمانا للتنسيق بين السياسة النقدية وغيرها من السياسات الاقتصادية الكلية الأخرى ، وحفاظا على الدور التنموى للبنوك المركزية . إن الاستقلال الذى نراه مناسبا - فى الدول النامية بصفة خاصة - هو استقلال البنوك المركزية داخل الحكومة ، وليس استقلالها عن الحكومة .

الفصل الخامس

البورصات (*)

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاما فى تشابك قطاعات الاقتصاد القومى من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز. فهى تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض ، ومصدراً حيوياً لتمويل قطاعات العجز . ومن هنا تبرز أهمية الدور الذى يمكن أن تلعبه هذه الأسواق فى عملية التطوير الاقتصادى والاجتماعى .

والمراقب للتغيرات الهيكلية العميقة التى يتعرض لها الاقتصاد الدولى اليوم ، يمكن أن يلحظ بوضوح تزايد الأهمية النسبية لدور الأسواق المالية على حساب الدور الذى تلعبه علاقات التداين والإئتمان . ولما كانت سوق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة الأولية منها والثانوية، تمثل إحدى دعامات قطاع المال ، وآلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها ، فإن هذه الأسواق تلعب دوراً بارزاً كجزء من الهيكل التنظيمى للقطاع المالى ، وكأحد الأطر الهامة لتشجيع المدخرات المحلية وتجميعها وتوجيهها .

وقد ارتبطت نشأة أسواق الأوراق المالية العالمية ومدى تطورها بظروف واحتياجات التطور الاقتصادى فى البلدان التى وجدت فيها . فالتدرج والواقعية فى تنظيم قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغ ، ولا بقرار من سلطة عليا ، وإنما استوجبت نشأتها مقتضيات التطور الاقتصادى . وفى تفاعلها مع المتطلبات الاقتصادية ،

---

* هذا الفصل مستمد من دراسة لنا سبق نشرها بعنوان " الأداء التسعيرى والتمويلى لبورصة الأوراق مع الإشارة للبورصة المصرية " ، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية ، كلية الحقوق ، جامعة الاسكندرية ، العدد الثانى ١٩٩٠ ، وقد نالت هذه الدراسة جائزة الدولة التشجيعية فى الاقتصاد لعام ١٩٩٣ .

لا تكف أسواق الأوراق المالية عن التطور ، مسايرة بذلك تطور الاقتصادات التى توجد فيها ، وخالقة فى نفس الوقت لإمكانية جديدة لمزيد من تقدم المعاملات الاقتصادية والمالية .

وفى أى مجتمع يمكن أن نلاحظ أن هناك علاقة مباشرة وطردية بين النمو الاقتصادى وزيادة الكفاءة الانتاجية من جهة ، وبين نمو السوق المالية المحلية - وبصفة خاصة سوق الأوراق المالية - من جهة أخرى. إذ أظهرت الدراسات أن أسواق الأوراق المالية المنظمة قد ساهمت مساهمة فعالة فى تنمية العادات الإدخارية وتوجيه المدخرات نحو فرص الاستثمار الوطنية المتاحة ، وهو ما تنبئ عنه ضخامة عدد وحجم الإصدارات فى السوق الأولى ، ونمو حجم التداول فى السوق الثانوى. ولا يخفى على أحد مدى أهمية تنمية العادات الإدخارية بين مواطنى الدول النامية وتوجيه المدخرات نحو فرص الاستثمار الوطنية وأثرها على تناقص الحاجة إلى التمويل الخارجي .

ولقد شهدت فترة السبعينيات والثمانينات تطوراً ضخماً فى الأسواق المالية تمخض عن مزيد من إدماجها فى الأسواق الدولية الأخرى. وقد كان للتغيرات الهيكلية المرتبطة بالفلسفة الإصلاحية لبعض الدول الصناعية المتقدمة أكبر الأثر فى تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية، كما ترتبت عليها آثار عميقة تتعلق بتخصيص المدخرات على الصعيد العالمى ، وتقلبات الأسواق ، وخلق الاحتياجات الدولية ، ورقابة الأسواق المالية ، وبصفة خاصة ابتكار أوراق مالية جديدة ساهمت فى اتساع عمليات الأسواق المالية بشكل كبير .

وإذا كانت الدولة فى مصر قد تنبهت إلى أهمية تنظيم سوق الأوراق المالية من خلال عدد من التشريعات التى تتعلق بإصدار الأوراق المالية وتداولها ، إلا أن هذا الاهتمام قد جاء متأخراً بعض الوقت، مما أضاع على الاقتصاد المصرى فرصة زيادة قدرته

الاستيعابية لتوظيف مدخراته الوطنية - الحكومية والخاصة - توظيفاً رشيداً وسهلاً . فالاهتمام بتطوير أسواق الأوراق المالية كان يجب أن يوازى الاهتمام بتطوير القطاعات الاقتصادية الأخرى الصناعية والخدمية، باعتبار أن تطوير هيكل القطاع المالى يلعب دوراً أساسيا فى صيانة مواردنا المالية ، والاحتفاظ بها داخل أسواقنا المالية المحلية والحد من اغترابها . ومع ذلك ، يمكن القول أن السنوات الأخيرة قد شهدت تطوراً ملحوظاً نحو تدعيم القطاع المالى ، بتوفير الأطر التشريعية المنظمة له ، والمؤسسات المتنوعة العاملة فيه ، والسعى نحو إصدار الأدوات المالية المتنوعة الملائمة للبيئة الاقتصادية المحلية .

من هنا ، تبرز أهمية دراسة أسواق الأوراق المالية كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية الملحة للمشروعات الانتاجية المختلفة عبر قنوات تتوقف أشكالها وأنماطها على طبيعة ومستوى تطور هذه الأسواق .

وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على واقع أسواق الأوراق المالية ، حيث تبدأ بالتعرف على سوق المال وأهميتها وكيفية تنظيمها ، وهيكلها التنظيمى ومؤسساتها وأدواتها وكيفية التعامل فيها ، على نحو قد يسهم فى معرفة أنسب السبل لاستغلال هذه الأسواق من خلال وظيفتها الأساسية : التسعير والتمويل ، بهدف رفع كفاءة الطاقة الاستيعابية للتوظيف المالى فى الاقتصاد المصرى . وعليه تنقسم الدراسة إلى ثلاثة أقسام رئيسية :

أولا - نظرة تاريخية تحليلية لوظائف البورصة وهيكلها التنظيمى.

ثانيا - دور البورصة فى التسعير وتقييم رأس المال .

ثالثا - دور البورصة فى تمويل النشاط الاستثمارى .

المبحث الأول

نظرة تحليلية تاريخية

لوظائف البورصة وهيكلها التنظيمى

نتناول فى هذا المبحث الموضوعات التالية :

١- سوق المال : أهميتها وتنظيمها .

٢- سوق الأوراق المالية .

٣- ماهية الأوراق المالية .

٤- الوسطاء الماليون .

٥- المؤسسات المالية لترويج وضمان الاكتتاب فى الأوراق المالية .

٦- كفاءة أسواق التداول .

١- سوق المال : أهميتها وتنظيمها :

١-١ أهميتها :

تلعب الأسواق التمويلية دوراً هاماً فى عملية التنمية ، حيث تقوم بدور رئيسى فى تجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها ، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. ويتحقق ذلك من خلال السوق التمويلى، والتى تتكون من مجموعة من القنوات التى ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات فى المجتمع إلى أفراد ومؤسسات وقطاعات أخرى . وغنى من القول أن المجموعة الأولى تمثل ذوى الفائض من الأموال الذين يرغبون فى التخلى عنها ، أما المجموعة الثانية فهى تمثل من هم فى حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت ، أى قطاعات العجز . ويتم تدفق الأموال عبر هذه القنوات وفقا لسياسات معينة وعن طريق أدوات مالية مختلفة . ومن هنا نشأت الحاجة إلى

وجود مؤسسات تتخصص فى العمل كوسطاء بين جانبى العرض والطلب فى أسواق التمويل اصطلح على تسميتهم بالوسطاء الماليين .

وعلى ذلك ، تبدو مدى أهمية سوق التمويل في تعبئة مدخرات المجتمع وتوظيفها فى خدمة الاقتصاد القومى . وفي المقابل تتوقف كفاءة الأسواق المالية ومدى تطورها مباشرة على كفاءة وتطور الاقتصاد القومى ككل.

١-٢- تنظيمها :

جرى العرف على تقسيم الأسواق التمويلية بصفة عامة إلى سوقين رئيسيتين : أولاهما سوق النقود، وثانيتيهما سوق رأس المال . أما السوق الأولى فتتعلق بالمعاملات قصيرة الأجل "التى لا تجاوز سنة " ويتولى الجهاز المصرفي ، ممثلا فى البنك المركزى والبنوك التجارية القيام بهذه العمليات بما فى ذلك تقديم التسهيلات الائتمانية الصناعية والتجارية والاستهلاكية . وتعتمد المؤسسات النقدية فى تقديمها لهذا الائتمان على ما تحوزه من أصول نقدية سائلة بطبيعتها "نقود قانونية ونقود ودائع" . وتختص السوق الثانية بالمعاملات ذات الأجل المتوسط والطويل ، وتنقسم بدورها إلى سوقين فرعيتين ، تتعامل إحداها عن طريق الأوراق المالية وهى التى تهمنا فى هذه الدراسة ، بينما تتعامل الأخرى عن "غير طريق الأوراق المالية" ، ويقوم بهذه العمليات مؤسسات ادخارية واستثمارية خاصة ، تعتمد فى تأدية وظائفها على مواردها من الإدخارات التى يرغب أصحابها فى استغلالها لمدد طويلة . وهناك أكثر من سوق نوعية داخل سوق رأس المال ، فهناك السوق الأولية Primary Market ، والأسواق الثانوية Secondary Market ، بالإضافة إلى وجود أسواق ثالثة Third Market أو رابعة Fourth Market فى المراكز المالية المتقدمة والتى قد يزيد حجم التعامل فيها عما يتم داخل قاعة السوق (المقصورة) ، وهى تخضع فى نفس الوقت

لقواعد تنظم عملها .

ومع ذلك ، فليس لهذه التفرقة أهميـة عمليـة فـى الاقتـصاد المعاصر . بداءة لأن مشكلة التمويل ككل لا ترتبط بمدة مـا دام النـشاط الانتاجي والتجارى عملية متجددة ومستمرة خلال الـزمن . وثانيـا لأن أدوات الدفع الممثلة للقوة الشرائية لم تعد تقتصر على الأصول الـسائلة بطبيعتها . وثالثا ، بسبب وحدة مصادر التمويل ، أى أن المـدخرين "أى العارضين للأموال" قد يختارون مباشرة سوق النقد أو سوق رأس المال أو الاثنتين معا ، وهذا الاختيار يتوقـف علـى سياسـتهم الاسـتثمارية وتفضيلهم للسيولة والعائد المتوقع ، وقد يتوقـف أيـضا علـى بعـض الاعتبارات النفسية والاجتماعية . ورابعا لأن مجال الاختيار يتسع أيضا لمستخدمي الأموال أو طالبى التمويل . فقد يصل البعض ممن ينتمون إلى سوق معينة بحكم طبيعة أنشطتهم على ما يحتاجونه من مال من الـسوق الأخرى. وأخيرا ، لأن المؤسسات النقدية والماليـة الوسـيطة تـستطيع بإمكاناتها الحالية تفادى التناقضات بين رغبات المدخرين أو العارضـين ورغبات الطالبين أو المقترضين ، وبذلك تتمكن من إجراء الكثير مـن التحويلات النقدية والمالية من سوق إلى أخرى .

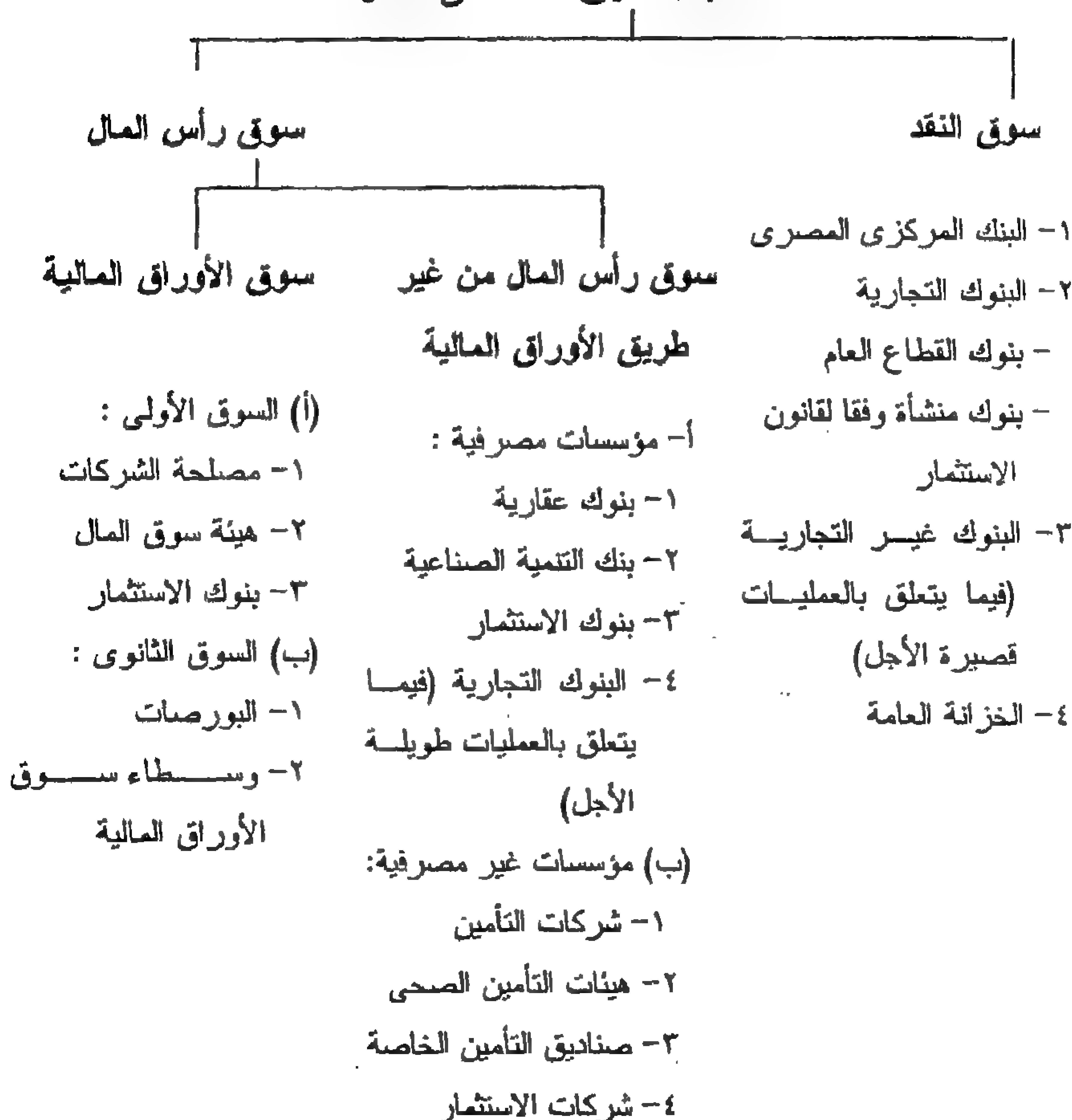
ولذا يكون من الأفضل بدلا من الدراسة المفصلة لكل سوق وما تتضمنه من معاملات ، أن نتكلم عن سوق تمويلية واحدة تتـسع لخلـق قوى شرائية مختلفة ، مستمدة من عديد من الأصول النقدية والماليـة ، وتشتمل على العلاقات النقدية وعلاقات رأس المـال ، وهـى علاقـات متكاملة بطبيعة الحال . فالسوق النقدية وما تتضمنه من علاقات تعبر عن مرحلة تجميع المدخرات وتعبئتها ، بينما تعبر سوق رأس المـال ومـا تتضمنه من علاقات عن مرحلة استخدام هذه المدخرات ، وفى إطار هذه السوق الواحدة المتسعة تقوم المؤسسات النقدية والمالية بكافـة أشـكالها بعملية التوفيق والوساطة بين مرحلة الحصول على المدخرات ومرحلـة

إعدادها للاستثمار . فالهدف الأساسي من الأسواق التمويلية هو تجميع كافة الأصول الممثلة للقوة الشرائية واستخدامها فى تحقيق تراكم رؤوس الأموال . وهكذا يتوقف نجاح هذه الأسواق على مدى مساهمة السوق والعلاقات النقدية فى تدعيم وإمداد سوق رأس المال باحتياجاتها .

ويوضح الشكل التالى الهيكل الأساسى لسوق المال فى مصر .

شكل رقم (١)

هيكل سوق المال فى مصر



المصدر : "هكيل سوق المال فى مصر" ، الهيئة العامة لسوق المال ، المؤتمر الدولى لتنمية أسواق المال ، القاهرة مايو ١٩٨٣ ص ٥ .

٢- سوق الأوراق المالية :

تشكل سوق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة ركناً أساسياً من أركان هيكل النظام التمويلى فى النظم الاقتصادية التى تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص . ويبرز دور هذه السوق كإحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها فى المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر فى هذه السوق من أوراق مالية مختلفة . وتؤدى السوق وظيفة التوسط هذه من خلال تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية المختلفة وذلك مع المحافظة فى نفس الوقت على عنصر السيولة .

ومن هنا كانت أهمية سوق الأوراق المالية باعتبارها سوق تباع فيها وتشترى الحقوق التى ترد على الثروة -أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى- والتى تتيح للأوراق المالية سيولة تشجع المدخر على التوظيف فيها. كذلك تتوفر سيولة الأوراق المالية عن طريق إيداع المدخرات فى مؤسسات تقوم بتوظيفها فى أوراق مالية، أو قروض، وتتعهد فى نفس الوقت بدفع كامل قيمة الأموال المودعة أو قيمة الأوراق المالية التى تم توظيف المال فيها وذلك عند الطلب أو بعد مدة معينة .

ولا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة فى ذلك ، ولا بصدور قرار من السلطات المختصة ، ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية منها :

١- وضوح الفلسفة الاقتصادية التى تحدد لرأس المال الخاص دوره . فكفاءة سوق الأوراق المالية تقاس فى المقام الأول بقدرتها على تجميع المدخرات الخاصة وتوظيفها توظيفا مربحاً .
٢- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة .
٣- طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال

المعروض ، تتمثل فى توفر مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربحية مجزية.

٤- وجود إطار تشريعى وتنظيمى مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع المتغيرات المستجدة ، وعلى تسهيل المعاملات مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين .

٥- وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدى دورها فى عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات ، وتوليد الفرص الاستثمارية وبلورتها فى شكل مشاريع محددة والترويج لها والتوسط لتحقيق التقاء العرض بالطلب .

٦- تنويع أدوات الاستثمار المالى ذات المزايا المختلفة التى تضمن للسوق توسعا وفاعلية ، وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين . فالأساليب الفنية الحديثة فى الاصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق فى متناول المستثمر الصغير، الأمر الذى يمكن معه تعبئة موارد مالية كبيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أياً كانت مقدرتهم المالية .

هذا وتنصرف سوق الأوراق المالية إلى تلك السوق التى تهتم أساساً بعملية إصدار الأوراق المالية (أى تأسيس الشركات) وتداولها ، وهى بهذا المعنى تتكون من سوقين **أولاهما** سوق الإصدار **وثانيتهما** سوق التداول (البورصة) .

٢-١- سوق الإصدار :

يتم التعامل فى سوق الإصدار على الأوراق المالية لأول مرة ، وتعرف سوق الإصدار كذلك بالسوق الأولية . ويجرى التعامل فى هذه السوق عن طريق ما يعرف بعملية الاكتتاب . وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأس مال الشركة عند تأسيسها ، أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس ، كما قد يتعلق بالسندات عند اصدارها سواء كانت صادرة

من شركة أو من شخص من الأشخاص الاعتبارية العامة التى يحق لهـا الإصدار. وجدير بالذكر أنه إذا كانت سوق الإصدار نـشطة ومـستقرة وتتمتع بثقة كبيرة ، فإن ذلك يعمل على جذب المدخرات سواء بطريـق مباشر أو بطريق غير مباشر .

٢-٢- سوق التداول : البورصة :

يمكن تعريف سوق التداول بأنها اجتماع يعقد بصفة دورية فـى مكان محدد بين وسطاء السوق (السماسرة) لتنفيذ أوامر عملائهم المتلقاة قبل وأثناء فترة العمل . فسوق التداول تنظيم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل فى أوراق مالية معينة، تتوافر فيها شروط محددة ، وفقا لقواعد ونظم معينة تهدف إلـى وضع هذا التعامل على أسس سليمة .

وعلى ذلك تقوم سوق التداول - بورصة الأوراق المالية - بأداء دور مزدوج ، فهى تعمل على التقاء العرض بالطلب ، وتقـوم بتـوفير القدر الكافى من الضمانات اللازمة لإتمام الصفقات وتحديد التوازن بين الأسعار ، ومن أهم شروط هذا التحديد ، العلانية التى تقـوم البورصـة بتوفيرها .

وعلى خلاف سوق الإصدار التى لا يتحدد لهـا مكانـاً معينـاً للمعاملات التى تتم فيها ، تتحدد سوق التداول بمكان معين هو البورصة. وجدير بالذكر أن غياب البورصة - أو سوق التداول - يمثل عائقا أمام السوق الأولية . فعلى الرغم من أن سوق الإصدار تعتبر الخطوة الأولى فى حركة النشاط المالى ، إلا أنها لا تحقق للمـستثمر الطمأنينـة التـى ينشدها من وراء استثماره فى الأوراق المالية ، والتى تتمثل فى تـوافر السيولة النقدية للأوراق المالية التى فى حوزته عند عرضها للبيع ، وهو ما يشجع على تخصيص نسبة عالية من المدخرات للاستثمار فى الأوراق المالية طويلة الأجل ، ولا يتم ذلك إلا من خلال السوق الثانوية أو سوق

التداول، فسوق التداول تتيح للمتعاملين إمكانية التصرف فى هذه الأوراق المالية دون قيد أو صعوبة ، الأمر الذى يوفر قدراً من السيولة لا تتمتع بها أية أصول استثمارية أخرى كالعقارات والمبانى . ومن هنا فإن ضعف السوق الثانوية للأوراق المالية يعني غياب فرصة إعادة البيع العاجل للأوراق المالية غياباً يترتب عليه انخفاض الطلب على الأوراق المالية.

هذا ويؤثر كل من شقى سوق الأوراق المالية فى الآخر . فوجود سوق نشطة يتم فيها تداول الأوراق المالية بكفاءة ويسر، وما ينتج عن ذلك من توافر إمكانية تحقيق السيولة والسعر العادل للأوراق المالية ، يشجع المستثمرين على ارتياد سوق الإصدار . وكذلك يتيح الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة ، والاكتتاب فى أسهمها (سوق الإصدار) الفرصة أمام مزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول) على نحو يؤدى إلى تنشيطها ، ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها ، وإلى تحديد سعر عادل لها فى ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب .

ووفقا للنظم السليمة لتشغيل البورصات ، فإنه لا يجوز التعامل بالأوراق المالية خارج البورصة ويقصر التعامل داخل قاعة التداول على وسطاء السوق الذين يمثلون حلقة الاتصال بين البائعين والمشترين ، وطبقا لطريقة التداول المقررة وتحت إشراف الهيئة المشرفة على البورصة ، وأهم شروط العمل بهذه السوق العلانية .

وإلى جانب البورصة الرسمية (السوق النظامية) حيث يتم تداول الأوراق المالية بكافة صورها بعد قيد الشركات المصدرة لها بالبورصة ، هناك السوق غير النظامية أو نظام التداول خارج البورصة (Over the Counter) ، حيث تتداول الأوراق المالية غير المستوفاة لشروط القيد بالبورصة لحين قيدها .

وعلى الرغم من أن البورصة نوع من الأسواق ، إلا أنها سوق تتميز عن غيرها من الأسواق بخصائص معينة . فإذا كان التعامل فـى الأسواق الأخرى يجرى على سلع منظورة وموجـودة بالفعـل ، فـإن التعامل فى البورصة لا يتطلب عرض للسلع محل التعامل حيث يجـرى التعامل على أساس مواصفات هذه السلع فقط (الأوراق المالية) وهو مـا يؤدى إلى زيادة حجم مبيعاتها . هذا من ناحية ، ومن ناحية أخرى ، تعقد بالبورصة صفقات كبيرة ومتكررة تؤثر بدرجة كبيرة علـى الأسـعار ، وذلك على خلاف الأسواق الأخرى التى تعقد فيها صفقات قليلة ومتفرقة. ولهذا تعتبر البورصة أكثر الأسواق اقترابا من النموذج الفكرى لـسوق المنافسة الكاملة . فهى أشد الأسواق اتحاداً فى العالم ، وتتوافر لها وسائل اتصال فورية بين المراكز الرئيسية ، وتتعامل فى سلع متجانـسة ، ولا تكاد تهتم بنفقات النقل .

٢-٢-١- نبذة تاريخية موجزة عن البورصات :

على الرغم من وجود مؤسسات للبورصة منذ قديم الزمان ، إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائى الذى نعرفه الآن منذ قيامهـا ، بـل مـرت بمراحل كثيرة متعددة . ففى أثينا وجـدت الـسوق العظمـى المـسماة Emponuim ، وأقيمت فى روما فى القرن الخامس قبل الميلاد سـوق مثلها عرفت باسم La Collegia Mercatorum وكانت تلك الأسـواق تشبه إلى حد كبير بورصات التجارة فى عصرنا الحاضر .

وترجع تسمية "البورصة " إلى القرن السادس عشر ، وإلى مدينة "بروج" Bruges فى بلجيكا . ففى أحد أرقى أحيائها وفى قصر عائلـة "فان دو بورس" Van De Bourse ، كانت هناك أنشطة تجارية متنوعة يتم التعامل عليها فى هذا القصر الذى وضع أعلاه رمز عبارة عن ثلاثة صرر من صرر النقود ومنذ ذلك الحين بدأت البورصات فـى الظهـور والانتشار فى أوروبا .

ومن أقدم البورصات التى أنشئت بورصة آنفر بأمستردام ، فرانكفورت ، برشلونة ، ليون ، تولوز ، ويرجع تاريخ إنشائها إلى القرن السادس عشر ، بورصة عقود نيويورك عام ١٨٩٣ ، وليفربول عام ١٨٧٣ ، ونيو أورليانز عام ١٨٨٠ ، وبورصة الاسكندرية عام ١٨٨٣ ، وبورصة القاهرة عام ١٨٩٠ .

وحتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والاتفاقات التجارية وعمليات البنوك والبورصات تختلط فيما بينهما من الناحية العملية فى نشاط واحد . هذا وقد عرف العالم نوعين من البورصات : أحدهما بورصة الأوراق المالية وتتعلق بالتعامل على الأسهم والسندات ، والأخرى بورصة التجارة ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية.

وفى القرن العشرين غدت البورصة السوق الرئيسية للأوراق المالية ، وبمرور الزمن يزداد تنوع التعامل فى الأوراق المالية داخل السوق، وسرعان ما تظهر الحيل ويتم التلاعب من أجل الحصول على المال والإثراء السريع ، وبالفعل أمكن للكثيرين أن يحققوا أموالاً طائلة ، وبدأت المشاكل والتعقيدات تتفاقم ، الأمر الذى اقتضى تدخل الحكومات لتنظيم هذه الأسواق لحماية الاقتصاد القومى وتأمين مصالح صغار المساهمين ، وذلك بسن القوانين والتشريعات اللازمة .

ويمكن تقسيم البورصات حسب إنشائها إلى أنواع . فإما أن تنشئها الحكومة (بورصة الأوراق المالية فى فرنسا) ، أو تنشئها الهيئات المهنية وحدها (كما فى مصر وأمريكا) أو تنشئها السلطات العامة والتجارية (بورصة البضائع فى فرنسا) .

٢-٢-٢- نشأة البورصة فى مصر :

تتدرج قصة إنشاء البورصة فى الإسكندرية والقاهرة تحت مفهوم استثمار رأس المال الأجنبى . فقد أنشئت البورصتان بواسطة

الأوروبيون، وكانتا تدارا كلية بواسطة أجانب ، حتى أن السماسرة كانوا من أوروبا ، ويقوم على خدمتهم صبيان أقباط ويهود مصريين ، وقد نشطت هذه الأسواق على أيدى هؤلاء السماسرة الذين حققوا مكاسبا طائلة .

ويمكن أن نفهم سبب تراخى إنشاء بورصة الأوراق المالية بعد أن نشأت بورصات العقود والبضاعة الحاضرة فى مجال القطن إذا عرفنا أن إنشاء البورصات فى نهاية القرن الماضى وأوائل القرن الحالى كان مرجعه إلى المبادرات الفردية للتجار ، ولم يكن من الأنشطة التى ينظمها القانون أو تتدخل فيها الدولة ، بالإضافة إلى أن القانون لم يكن يمنع المضاربة .

وفى عام ١٨٩٨ قامت أول محاولة لإنشاء سوق منظمة للأوراق المالية فى فندق الكونتيننتال ، إلا أنها باءت بالفشل . ولا يعنى إخفاق السماسرة فى تنظيم بورصة للأوراق المالية أكثر من عدم تركيز المعاملات والصفقات الخاصة بها فى مكان واحد ، إذ أن تداول الأوراق المالية كان قائما بصورة واسعة على أيدى السماسرة فى مكاتبهم الخاصة، أو فى بعض المقاهى التى انتقل إليها نشاط تداول الأوراق المالية. ولما اتسعت الأعمال وتكررت المحاولات لتنظيم وإيجاد بورصة متخصصة ، أصبح تدخل المشرع القانوني أمراً واجباً .

وفى عام ١٩٠٣ عنيت الحكومة المصرية بتنظيم سوق للمعاملات الآجلة ، وشكلت لهذا الأمر لجنة دولية اقترحت إعادة وضع تنظيم شامل لبورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية ، ولبورصة العقود ، وفى عام ١٩٠٤ بدأ استقلال كل نوع على حدة ، وكانت بورصة الأوراق المالية قاصرة على تداول الأسهم والسندات وقامت بورصة العقود لتختص بالقطن وغيره .

ومما هو جدير بالملاحظة أن عام ١٩٠٤ كان بداية نشاط واسع

لإنشاء الشركات المساهمة ، حيث أنشئ فى هذا العام والأعوام التالية له عدد كبير من تلك الشركات خاصة فى مجال تنمية الأراضى . وقد بلغ عدد الشركات المساهمة فى عام ١٩٠٧ ، ٣٢٨ شركة برأس مال ٩١ مليون جنيه . غير أنه مع بداية هبوط الأسعار عام ١٩٠٧ تدهورت السوق وأفلس الكثير من أصحاب الشركات والمستثمرين. وعلى الرغم من قيام الحكومة بإصدار أول لائحة للبورصة فى عام ١٩٠٩ ، والتى تم تعديلها فى عامى ١٩١٠ ، و١٩١٢ ، لم تسترجع بورصة الأوراق المالية نشاطها إلا بعد عشرة أعوام من هذا التاريخ ، وكانت البورصة المالية قد أقفلت أبوابها خلال الفترة ١٩١٤ - ١٩١٦ بسبب الحرب العالمية الأولى .

وقد بدأت البورصة تعمل منذ ذلك الحين بشكل فعال فى كل من القاهرة والإسكندرية ، وتطور التنظيم التشريعى لبورصات الأوراق المالية حيث عنيت تلك التشريعات بتنظيم البورصات ، فصدرت اللوائح التى تحدد أصول إجراءات التعامل داخل القاعة ، وحظرت التعامل فى الأوراق المالية إلا عن طريق أحد السماسرة المقيدين بها ، ويكون ضامنا لسلامة البيع . وآخر هذه اللوائح المنظمة للبورصات كانت اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية الصادرة طبقا للقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ بغرض تعديل بعض أحكام اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية (١٦١ لسنة ١٩٥٧) بهدف تبسيط إجراءات التعامل وحماية المتعاملين وتشجيع الشركات الجديدة وجواز قيد الأجانب كمراسلين . وقد جاء هذا التعديل لكى يتواءم مع صدور التشريعات الاقتصادية الجديدة التى أعقبت تطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادى فى مصر فى أوائل السبعينيات . وقد ألغيت هذه اللائحة طبقا للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والخاص بسوق رأس المال.

وتجدر الإشارة إلى أن إجراءات التأميم عام ١٩٦١ كان لها أثراً بالغاً فى انكماش سوق الأوراق المالية انكماشا شديداً ، الأمر الذى وصل

إلى وقف التعامل فيها كلية ، وهبوط مؤشر التبادل إلى درجة الصفر ليس فقط ليوم أو لأسبوع ، وإنما لفترة زمنية ليست بالقصيرة . وعند افتتاحها انخفض حجم التعامل فيها إلى ١٣,٣ مليون جنيه عام ١٩٦٢ . وكان قد وصل إلى ٦٦,٧ مليون جنيه عام ١٩٥٨ ، واستمر في الانخفاض حتى وصل إلى ٢,٨ مليون جنيه عام ١٩٥٨. وقد بلغ عدد شركات المساهمة بما فى ذلك البنوك المقيدة أوراقها بجدول الأسعار الرسمية يالبورصة قبل التأميم ٢٦١ شركة ، بالإضافة إلى ست شركات كانت أوراقها مقيدة بجدول الأسعار المؤقت، وقد أخذ عدد الشركات المقيدة بالبورصة فى التناقص حتى أصبح ٥١ شركة عام ١٩٧٤. وبصدور قانون رأس المال العربى والأجنبى رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ المعدل بالقانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧ ، والقانون رقم ٢٣ لسنة ١٩٨٩ بدأ النشاط يعود إلى البورصة ، فارتفع عدد الشركات المسجلة في البورصة منذ ذلك الحين .

وعلى الرغم من عودة النشاط بهذا الحجم الكبير إلى البورصة ، إلا أنها ما زالت فى حاجة إلى عدد من الأدوات المالية والاقتصادية لزيادة كفاءتها وفعاليتها حتى تتمكن من جذب المدخرات والعمل على استثمارها بالشكل المطلوب كما سنرى فيما بعد .

٢-٢-٣- وظائف البورصة :

تشكل البورصة ، كما رأينا ، آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها فى المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يتداول فى هذه الأسواق من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى . ومن المتوقع أن تلعب هذه الأسواق دوراً هاماً فى القطاع المالى كجزء من هيكله التنظيمى وكأحد الأطر الهامة لتشجيع وتجميع المدخرات المحلية وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية الاقليمية ، وتؤدى البورصة عدداً من الوظائف الرئيسية للاقتصاد القومى ، من أهمها :

١- تعبئة المدخرات مع توفير درجة من السيولة لكل من المدخرين

والمستثمرين . فعملية شراء وبيع الأوراق المالية فى سوق التداول ليست استثمارا مالياً فقط ، إذ يترتب على عملية التداول تسييل الأوراق المالية وتحويلها إلى أموال قابلة للاستثمار فى مجالات أخرى داخل الاقتصاد القومى، فهى كسوق ثانوية تسمح للجمهور العريض من المدخرين بالحصول على أصول مالية بعدما فاتتهم فرصة شرائها عند الإصدار الأولى ، وهو ما ينعكس على السوق الأولية ، سواء تعلق الأمر بإصدار أسهم لشركات جديدة أو أسهم زيادة رأس المال . لذلك فإنه ينبغى تزويد البورصة بشبكة اتصالات متطورة تربط بينها وبين المؤسسات المتعاملة فيها . فلتحقيق كفاءة التشغيل ينبغى توفير البيانات والمعلومات لجمهور المستثمرين مثل المعلومات الكافية عن نشاط الشركات وتوقعات نموها وأرباحها ، مع اعطاء الأهمية لنشر البيانات الدورية والتحليلات المالية الخاصة بالقوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة بطريقة تفصيلية واضحة.

٢- إيجاد أسواق دائمة مستمرة مفتوحة للتعامل ، تتضمن تنفيذ العملية أو الصفقة المالية بسعر مقارب لأسعار الصفقات السابقة واللاحقة لنفس الورقة (تحقيق الأسعار العادلة) ، وتحقق إلى جانب ذلك السيولة النقدية التى تكمن فى إمكانية استخدام الورقة المالية كضمان للقروض المصرفية ، وبالتالى تصبح الأوراق مالية أدوات استثمارية تجذب مختلف المستثمرين .

٣- التخصيص الكفء لرأس المال ، حيث أن البورصة هى الجهاز الذى يتم فيه تقابل الطلب على الأوراق المالية مع المعروض منها ، فيتحدد السعر . ويتميز الوضع هنا بأن جميع الأسعار التى تتم بموجبها الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة ، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها ، ثم تسجل فى سجلات وتطبع فى نشرات توزع على من يطلبها . وإعلان الأسعار على هذا النحو يجعلها فى مستوى واحد،

فلا يمكن لفئة ما أن تستفيد دون غيرها ، كما تجعل المشتغلين في البورصة في مأمن من خطر تغير الأسعار في جهة دون أخرى . وفي ظل التخصيص الكفء لرأس المال ، سوف تتعدل أسعار الأوراق المالية بسرعة - وفي المتوسط - وبطريقة مناسبة لجميع المعلومات الجديدة ذات الصلة . ونظراً لأن الأحداث تتم بانتظام ، فإن أسعار الورقة المالية تتغير بانتظام ، استجابة للتيار المستمر من المعلومات الجديدة . وتمكن البورصة من موازنة الأسعار ، ويحدث هذا بالبيع في الوقت الذي تكون الأسعار فيه مرتفعة ، والشراء في الوقت الذي تكون فيه الأسعار منخفضة ، وذلك لتحقيق الربح من الفرق بين السعرين . كذلك فإن البورصة ترشد المستثمر دائما إلى الصكوك المتبادلة وتبين له الإمكانات المتاحة لرؤوس الأموال .

٤- تعتبر البورصة المركز الذي يتم فيه تجميع الذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها ، فحجم المعاملات التي تعقد بين جدرانها ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة ، كما تنبئ الأسعار التي يتم التعامل بها عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة . كذلك فإن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة ، يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الانتاج . وعموما فإن العلاقة بين سوق التداول والاقتصاد القومي هي علاقة متبادلة ، فنشاط السوق ينعكس على زيادة النشاط الاقتصادي الكلي ، ورواج الاقتصاد القومي وزيادة معدلات نموه تؤدي إلى زيادة نشاط السوق وفاعليتها.

٣- ماهية الأوراق المالية :

الأوراق المالية هي صكوك تمثل حق ملكية (أسهم) أو حق دين (سندات) على الجهات التي تصدرها ، بحيث يكون لحملة ذات الصك حقوقاً والتزامات متساوية .

وعلى ذلك ، فإن الأوراق المالية تتوفر فيها عدة خصائص .

فهى أولا تتميز بكونها من المثليات التى يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء ، الأمر الذى يترتب عليه أن يتحدد لها بالسوق – سواء كانت البورصة أو غيرها – سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الطبقة وذات الإصدار، سواء تعلق الأمر بالأسهم أو بالسندات . وهى ثانيا تعتبر مخزنا للقيمة ، وخاصة الأسهم – حيث تتزايد قيمتها مع اضطراد نجاح الشركة أو المشروع المصدر ، وذلك فضلا عما تدره على حائزها من دخل سنوى ، مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة – إن لم يكن ربحاً – وفى أسرع وقت ، بحيث يكون التعامل فى هذه الأوراق مشابهاً للإيداع والسحب من حسابات البنوك ، مع ما تتميز به من عائد أكبر وإمكانية زيادة رأس المال بالنسبة لبعضها . وهى ثالثاً تسمح بتعبئة المدخرات وتحسين توزيع الدخول نظراً لإمكانية إصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين ، الأمر الذى يمكن من تعبئة موارد مالية كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين ، وليس لمجرد مقدرتهم المالية . فضلا عن ذلك تتميز الأوراق المالية بأنها قابلة للتداول بالطرق التجارية الأمر الذى ييسر قيام سوق للأوراق المالية تتميز بسرعة التعامل عليها دون اغراق فى الشكليات مما يعوق تداولها بين أصحاب الحقوق فيها .

ومن هنا ، فإن محاولات زيادة كفاءة الأسواق التمويلية تقتضى توفير العناصر والمناخ المناسبين لتنوع الأوراق المالية ، بحيث تشتمل الخصائص التى تقابل متطلبات المستثمرين والمقترضين من حيث الحجم، فترة الاستحقاق ، درجة السيولة ، توقيت طرحها .

٣-١- نشأة الأوراق المالية المصرية :

عرفت مصر الأوراق المالية منذ الثلث الأخير من القرن التاسع عشر، حيث درجت الحكومات المصرية فى ذلك الحين على الاقتراض من الخارج ، سواء من البنوك الأجنبية مباشرة أو عن طريق سندات تطرحها أو تكتتب فيها تلك البنوك ، وبالتالى فقد دخلت مصر إلى سوق

الأوراق المالية من مدخل الدين القومي . وقد واكب ذلك إنشاء الشركات المصرية المساهمة الأولى التى ولد بعضها عملاقاً مثل الشركة العالمية لقناة السويس البحرية ، وكانت أوراقها المالية تتداول فى بورصات الأوراق المالية فى أهم المراكز المالية بالعالم . وفى ٢٧ يوليو ١٨٨٥ كانت هناك السلفة المضمونة التى صدر الأمر العالى بها وجعلها فى شكل سندات على الحكومة المصرية . ومن هنا كانت سندات الحكومة المصرية نواة للأوراق المالية التى ظهرت بالسوق المصرية ، ذلك أنها كانت تمثل مستنداً مأمونا بعد تنظيم الإدارة المالية بالبلاد ، ومضمونا بإيرادات الضرائب على الأطيان . بيد أنه منذ الربع الأخير من القرن التاسع عشر كان قد ظهر تيار مستمر من إنشاء شركات المساهمة المصرية فى أهم مجالات النشاط الاقتصادى ، وكانت الصدارة فيه لشركات تنمية الأراضى الزراعية ، حيث أنشئ البنك العقارى المصرى عام ١٨٨٠ . كما ظهر الاتجاه إلى تكوين الشركات المساهمة فى مجال تنمية المدن وبناء الفنادق . أما بالنسبة للقطاع الصناعى ، فقد كان من أوائل شركاته الصناعية شركة أقطان كفر الزيات التى أنشئت عام ١٨٩٤.

ونعرض فيما يلى للأدوات المسموح بإصدارها وطرحها فى سوق الأوراق المالية بمصر وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها .

٣-٢- أنواع الأوراق المالية :

٣-٢-١- الأسهم :

هى عبارة عن صكوك متساوية القيمة ، قابلة للتداول فى بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية ، وتمثل مشاركة فى رأس مال الشركة المساهمة أو إحدى شركات الأموال عموماً ، ويمثل السهم حصة الشريك فى الشركة التى ساهم فى رأسمالها الذى يتكون من مجموع الحصص ، أى مجموع الأسهم النقدية والعينية على السواء . وتخول الأسهم لصاحبها

حقوقاً فى الشركة ، ولا سيما حقه فى الحصول على الأربـاح وكـذلك حضور الجمعيات العامة والرقابة على أعمال مجلس الإدارة . ولكل سهم قيمة اسمية وقيمة سوقية ، والقيمة الإسمية هى القيمة التى يـصدر بهـا السهم أصلا. أما القيمة السوقية فهى التى تتحدد فـى البورصـة وفقـا للعرض والطلب ، والأسهم قد تكون اسمية أو لحاملهـا . ومـن حيـث نصيبها فى توزيع الأرباح وفائض التـصفية ، أى صـافى موجـودات الشركة عند التصفية ، تنقسم الأسهم إلى أسهم عاديـة وأسـهم ممتـازة وأسهم التمتع.

٣-٢-٢- السندات :

السند هو صك بقيمة مشاركة صاحبه فى القرض المقـدم إلـى الشركة أو الحكومة ، ومن ثم فهو صك مديونية وصاحبه دائـن للجهـة التى اصدرته بقيمته ، والسندات صكوك قابلة للتداول - إذا كانت مدرجة فى البورصة - تثبت حق حاملها فى الحصول على الفوائد المـستحقة ، واقتضاء دينه فى الميعاد المحدد لانتهاء مدة القرض . وليس لحامل السند حق التدخل فى إدارة الشركة وإن كان له حق حضور الجمعية العمومية، دون أن يكون له صوت فى هذه الجمعيات . ولا يحق لـصاحب الـسند مطالبة الجهة المصدرة بقيمته قبل التاريخ المحدد لاستهلاك السند ، وإنما يمكنه - إذا كان السند مدرجا فى البورصة - بيعه لمن يرغب فى شرائه بالسعر الذى يتحدد له فى سوق الأوراق المالية فى ذلك الوقت . والقيمة التى تستهلك بها السندات هى القيمة الاسمية عادة ، وإن كانت فى بعض الأحيان تستهلك بقيمة تزيد أو تقل بعض الشىء عن القيمة الإسمية وذلك حسب شروط إصدار السندات. وهناك عدة أنواع من الـسندات منهـا : سندات بخصم إصدار وهى سندات تصدر بسعر فعلى يقل عـن القيمـة الإسمية ، وسندات بعلاوة إصدار أى سندات تصدر بسعر فعلى يزيد عن القيمة الإسمية ، وأخيرا سندات بالأنصبة . هذا وقد استحدثت العديد من

أنواع السندات سوف نتعرض لها فى موضع تال من هذه الدراسة .

٣-٢-٣- حصص التأسيس أو حصص الأرباح :

وهى صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية ، تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة اسمية لبعض الأشخاص أو الهيئات بغير مقابل مالى وتمنح أصحابها نصيباً فى الربح يحدده نظام الشركة . وقد ظهرت هذه الحصص لأول مرة فى نظام شركة قناة السويس ثم ذاع صيت هذا النظام بعد ذلك ذيوعاً كبيراً فى العالم . ولما كانت هذه الحصص تقتطع من أرباح الشركة دون أن يشارك أصحابها فى رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها ، فإن المشرع كثيرا ما يتدخل لوضع قيود على إصدارها وتداولها وكيفية تحديد الأرباح التى تخصص لها .

وبالإضافة إلى ما تقدم ، يسمح بإصدار أوراق مالية عربية فى السوق المصرية شريطة أن يكون للشركات العربية التى ترغب فى طرح أوراقها وكيل فى مصر ، يكون مسئولا عن حالات الإخلال بأى شرط من شروط الإصدار الواردة فى نشرة الإكتتاب . كما يسمح بإصدار أوراق مالية أجنبية (غير عربية) بنفس الأحكام والشروط السالفة الذكر.

٤- الوسطاء الماليون (سماسرة الأوراق المالية وتابعيهم) :

يقتصر امتياز التعامل فى أسواق الأوراق المالية على المحترفين، حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة من سمسار ومعتمد طبقا للقانون . فالعمليات التى تجرى فى سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المقيدين فى القائمة المعتمدة فى لجنة السوق .

والسماسرة ما هم إلا طائفة من الاخصائيين فى الشئون المالية ، ذوى خبرة وكفاءة فى التعامل على الأوراق المالية وطرق تداولها وطرق تحصيل كوبوناتها ، إلى جانب حيادهم التام فى عقد الصفقات . ويمتنع

على السماسرة التعامل بأسمائهم أو لحسابهم طبقا للائحة العامة للبورصات، وهم إلى جانب ذلك مسئولون أمام القوانين التى اشترطت فيهم توافر شروط خاصة قبل اختيارهم للعمل فى هذا الجهاز المالى الهام. وفيما يلي تعريف بالأشخاص الذين يتعاقدون داخل البورصة وهم: السمسار ، والوسيط ، والمندوب الرئيسى .

أما السمسار فهو شخص ذو دراية وكفاءة فى شئون الأوراق المالية، ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية فى بورصة الأوراق المالية فى المواعيد الرسمية لحساب العملاء ، ومقابل عمولة محددة يتلقاها من البائع والمشترى ، ويعتبر السمسار مسئولا وضامناً لصحة كل عملية .

وفى مصر اعتبر القانون السمسرة فى مجال الأوراق المالية مهنة قائمة بذاتها واشترط لقيد السمسار فى البورصة أن تتوفر فيه شروط محددة لضمان كفاءته المالية والفنية ونزاهته واستقامته .

ويعمل لدى السمسار أشخاص تابعون له ، يعملون لحسابه وتحت مسئوليته ، وهم : المندوبون الرئيسيون والوسطاء .

أما المندوب الرئيسى فهو مستخدم يعمل بأجر عند أحد السماسرة ومكلف بمعاونته فى تنفيذ الأوامر بالمقصورة ، ولا يجوز له أن يعمل إلا باسم السمسار الذى يتبعه ولحسابه وعلى مسئوليته .

أما الوسيط فهو أداة اتصال بين العميل والسمسار المقيد لديه ، والوسطاء على نوعين : وسطاء لهم حق التعاقد ، وآخرون ليس لهم حق التعاقد . ولا يجوز بأى حال للوسيط أو المندوب الرئيسى أن يلتحق بأكثر من مكتب سمسرة ، كما لا يجوز الجمع بين عمل المندوب الرئيسى والوسيط .

ويعتبر السمسار مسئولا بالتضامن مالياً مع المندوبين الرئيسيين والوسطاء التابعين له عن الغرامات التى يحكم بها عليهم .

وجدير بالذكر أنه محظور على كل من السمسار والوسيط والمندوب الرئيسى إفشاء أسرار العملاء أو اعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة.

وهناك خمس مجالات لعمل الوسيط ، وسيط بالعمولة – صانع الأسواق – مغطى لإصدار الأوراق المالية – بائع أو مروج للإصدارات– مستشار مالى للاستثمار فى الأوراق المالية .

وعلى الرغم من أن معظم نظم التشغيل تحرم على الوسيط الشراء أو البيع لحسابه أو لحساب أقربائه ، إلا أن بعضها يسمح له فى مجال صنع الأسواق – وهو أكثر المجالات خطورة – بأن يحصل على مراكز فى السوق لحسابه ، بمعنى أن يشترى ويبيع لصالح محفظته ، بجانب قيامه بأعمال الوساطة ، وذلك بدعوى أن قيام الوسيط بمهمة صانع الأسواق تضفى على السوق قدراً كبيراً من النشاط والاستمرارية تؤمن للمستثمر درجة أعلى من السيولة .

٥- المؤسسات المالية التى تعمل فى ترويج وضمان الاكتتاب فى الأوراق المالية :

لأسباب تاريخية مختلفة احتلت البنوك الأوروبية بصفة عامة مكان الصدارة فى التعامل فى الأوراق المالية . ومع استمرار توسع هذه البنوك فى التعامل فى هذه الأوراق ، تطورت عملياتها من مجرد أقسام صغيرة داخل هذه البنوك إلى إدارات هامة ، أخذت فى الوقت الحاضر- نتيجة تزايد حجم وأهمية وتنوع الأوراق المالية وأساليب تمويل المشروعات المختلفة – تشكل بنوكا خاصة تتعامل أساسا فى هذه الأوراق. وقد اختلفت تسميات هذه البنوك بين البلدان الأوروبية المختلفة ما بين بنوك أعمال فى انجلترا وبنوك استثمار فى الدول الأخرى .

ومن جهة أخرى ، تمثل الاتجاه فى الولايات المتحدة فى إنشاء عدد من الشركات ، التى تتعامل أساسا فى الأوراق المالية ، أطلق عليها

شركات أو بنوك استثمار ؛ ولا يسمح للبنوك التجارية بالمشاركة فى عمليات إصدار جديدة لأسهم أو سندات الشركات ، وإن كان يسمح لها بالمساهمة فى توزيع السندات الحكومية والمحلية .

ويختلف هذا الوضع عن الوضع فى مصر، حيث تجيز القوانين للبنوك التجارية المساهمة فى تغطية الأوراق المالية ، كما يسمح لها بالعمل كسمسار مرخص يقوم بأعمال السمسرة ، أو من خلال أحد السماسرة المعتمدين فى البورصة . وقد أوجب القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على البنوك أن تأخذ شكل صناديق الاستثمار حتى يكون لها الحق فى التعامل فى الأوراق المالية وترويج الاكتتابات .

وبصفة عامة ، تقوم تلك المؤسسات المالية بكل ما يتعلق بنشاط الأوراق المالية والتى تتلخص فى القيام بتغطية عمليات إصدار السندات والأسهم ، وإدارة محافظ الأوراق المالية للعملاء والتوسط فى تداول الأوراق المالية .

وبداءة كان يتم تسويق العمليات المالية عن طريق الاتصال المباشر بين المشروعات وجهات التمويل ، وهو الأسلوب الذى لا يزال قائما فى بعض الدول النامية . ومع تزايد حجم المشروعات ، تعقدت عملية تسويق التمويل، ووجدت مجموعات من المتخصصين يساعدون فى الحصول على هذه الأموال . وتسمى صناعة هؤلاء Underwriting ومهمتهم هى المساعدة فى تدبير الأموال اللازمة للمشروعات .

وتساعد الشركات المالية لترويج وضمان الاكتتاب فى الحصول على الأموال فى الحالات التالية :

* عند تأسيس شركة جديدة ، ويكون دور شركة الترويج وضمان الاكتتاب هو بحث كيفية تدبير رأس مال الشركة ، تليها عملية الاكتتاب (سواء كان اكتتاب مغلقاً أو عاما) .
* عند زيادة رأس مال شركة قائمة ، وإن كانت هذه الحالة تستلزم

كسابقتها تدبير رأس مال جديد ، إلا أن موقف الشركة المالى هنا هو الذى يتحكم فى سهولة عملية الاكتتاب .

* عند احتياج شركة قائمة لأموال ، وقيامها بتدبير تلك الأموال عن طريق إصدار سندات . وفى هذه الحالة يتمثل دور مؤسسات الترويج وضمان الاكتتاب فى تحديد الحجم الأمثل للأموال المطلوبة ونوعيتها، وفى تسويق السندات .

* وأخيراً ، تسهم مؤسسات ترويج وضمان الاكتتاب فى خلق السوق الثانوية وتنشيطها من خلال قيامها بتوفير السيولة للمتعاملين فى الأوراق المالية ، وذلك بمنحهم قروضا بضمان هذه الأوراق .

هذا ويمكن أن تقوم الشركات المالية لترويج وضمان الاكتتاب بأعمال الوساطة بين المشروع وجهات التمويل المختلفة ، كأن ترتب للمشروع الحصول على قرض من بنك أو مؤسسة تمويل مباشرة أو من مجموعة من البنوك والمؤسسات التمويلية فيما نطلق عليه قروض مسوقة.

ولا تتوقف مهمة المروج Underwriter عند تلقى مجرد اكتتاب الجمهور ، بل تشمل تقويم الإصدار والدراسة الفنية لهيكل تمويل الشركة ، والضمانات الكفيلة بحماية حقوق الجمهور ومراجعة اتفاقية القرض، وإدارة عملية التسويق ، واختيار وكلاء البيع للجمهور . وتتعدد طرق الترويج ، فقد تتعهد بعض الشركات المروجة ببيع الإصدار كله سواء تم تغطيته من الجمهور أو لم تتم ، وذلك مقابل عائد يتمثل فى الفرق بين سعر البيع للجمهور والسعر المتفق عليه مع الجهة المصدرة للصكوك بموجب اتفاقية يطلق عليها Stand by Agreement . وقد يتم الترويج على أساس بذل أقصى جهد The Best Effort Agreement ويكون دور المروج فى هذه الحالة مجرد وكيل . أما النوع الثالث من طرق التعامل فهى تخلى المروج عن مهمته إذا لم يتم الاكتتاب التام من

الجمهور فى الإصدار AllOr-none Agreement . وأخيراً قد يجرى تسويق الإصدارات التى تتضمن شروطاً ومزايا معقولـة عـن طريـق طرحها فى مناقصات بين الشركات المروجة .

وتجدر الإشارة هنا إلى التجربة التى قام بها بنك مصر فى هـذا المجال خلال العشرينيات ، حيث حقق عدة انجازات ، كان مـن أهمهـا تأسيس عدد من الشركات الصناعية المساهمة المصرية ، وذلك باتباعـه سياسة تخطيطيةِ لتجميع رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء هذه الشركات لا تتعارض فى نفس الوقت مع كونه بنكاً تجارياً يعتمد فى تدبير مـوارده على ودائع العملاء . وقد قامت سياسة البنك عندئذ على أن يدفع رأسمال هذه الشركات بالكامل عند التأسيس ، حتى إذا ما دخلت هذه الـشركات مرحلة التشغيل وقوى مركزها الإنتاجى والمالى ، قام البنك بطرح مـا يحوزه من أسهمها للتداول .

ولقد شهدت المراكز المالية العالمية تطوراً هاماً تمثل فى تكوين هياكل مالية ومؤسسات متممة للهياكل الموجودة أسـهمت فـى تـشجيع صغار المدخرين على الدخول فى الأسواق التمويلية . وتظهـر تجربـة نوادى الاستثمار والصناديق الاستثمارية فى العالم الغربى تطور العمليات المالية وتوجهها نحو التنويع وتعدد الاختصاصات ، وهـو مـا يبـرر التعرض لها .

٥-١- نوادى الاستثمار :

ظهرت نوادى الاستثمار لأول مـرة فـى الولايـات المتحـدة الأمريكية ، ثم ما لبثت أن انتشرت فى معظم دول أوروبا ، والغرض من إقامة مثل هذه النوادى هو الاستثمار فى الأوراق المالية . وتمارس هذه النوادى أنشطتها داخل التجمعات الاجتماعيـة المختلفـة مثـل الأنديـة الرياضية والاجتماعية والنقابات والاتحادات العمالية والمدارس والمصانع والبنوك والشركات ...الخ . وتستهدف نوادى الاستثمار تشجيع صـغار

المدخرين ، الذين تجمع بينهم وحدة العمل أو مكان الإقامة ، على الاستثمار فى الأوراق المالية وذلك عن طريق اقتطاع مدخرات صغيرة منهم بصفة دورية ، توجه لشراء أوراق مالية سواء عند الإصدار أو عند التداول فى البورصة . وتصبح هذه الأوراق مملوكة ملكية جماعية للأعضاء ، ومن ثم تتاح لهم فرصة تملك أوراق لا يكون متاحاً لهم تملكها على انفراد دفعة واحدة .

ومن شأن إنشاء هذه النوادى زيادة الوعى الاستثمارى فى الأوراق المالية وتوجيه المدخرات الصغيرة للاستثمار فيها على نحو قد ينتهى إلى أن يكون لكل عضو محفظة أوراق مالية خاصة به وهو ما ينشط السوق. كذلك فإن خلق طبقة جديدة من صغار المدخرين المستثمرين ، يقلل من حجم السيولة المالية بين الأفراد ويحد بالتالى من الميل إلى الاستهلاك ومن زيادة معدلات التضخم .

ونعتقد أن تشجيع إنشاء مثل هذه النوادى فى مصر قد يعمل على استقطاب مدخرين جدد إلى سوق الأوراق المالية مما يشجع على تنشيط هذه السوق .

٥-٢- صناديق الاستثمار :

تعرف صناديق الاستثمار بأنها مؤسسة ذات طبيعة خاصة ، تستهدف أغراضاً خاصة تتمثل فى تجميع مدخرات الأفراد فى صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية لقاء عمولة معينة ، وقد نشأت هذه الصناديق بسبب حاجة صغار المستثمرين للخبرة فى اختيار الاستثمارات المناسبة . ويطلق عليها مسميات مختلفة ، ففى انجلترا تسمى United Funds وفى الولايات المتحدة الأمريكية Mutual Funds ، وفى فرنسا Fonds communes de placement .

وقد أثبتت التجربة الأوروبية والأمريكية أن انشاء صناديق الاستثمار كان له أثر فعال فى توجيه المدخرات نحو الاستثمارات

المنتجة. وقد استفادت دول العالم الثالث من هذه التجربة ، إذ اتجهت بعض الدول مثل الهند ، تايلاند ، ماليزيا ، الفلبين ، وهونج كونج إلى تطوير أسواق الأوراق المالية بها عن طريق انشاء صناديق الاستثمار مما أدى إلى تطوير القطاع المالى فى تلك الدول .

وتهدف صناديق الاستثمار إلى خدمة فئتين من المستثمرين . أما الفئة الأولى فهم المستثمرون الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم، والقيام باستثمار متنوع مبنى على تحليل اتجاهات السوق ، والتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحقيق ربح . ولذلك تتجه هذه الفئة من المستثمرين إلى شراء وحدات فى صناديق الاستثمار . أما الفئة الثانية فهم أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافى من المال لتكوين محافظ استثمارية متنوعة ، لذلك يتم تجميع مدخراتهم فى صناديق الاستثمار وتوجيهها نحو استثمارات مناسبة تساير إلى حد كبير حركة السوق صعوداً وهبوطاً لتحقيق أهداف المستثمرين فى الحصول على الربح.

ويختلف نشاط صناديق الاستثمار باختلاف أهدافها ، وبالتالى تختلف محافظ هذه الصناديق تبعاً لهذه الأهداف . وتنحصر أهداف صناديق الاستثمار فى واحد أو أكثر من الأهداف التالية : تنمية رأس المال فى الأجل الطويل ، تحقيق وزيادة فى الدخل وفى رأس المال ، تحقيق إيراد فقط ، الاستثمار فى الأنشطة ذات المخاطر العالية .

وتعتبر أموال الصندوق ملكاً للمستثمرين وبالتالى يكون لهم الحق فى الحصول على تقارير مالية عن ميزانيات الصندوق وتقييم موجوداته. وعلاوة على ذلك يحصل المستثمر على عائد وحدات الاستثمار القابل للتوزيع . ويتكون العائد من الفرق بين القيمة السوقية الصافية لموجودات الصندوق فى فترة ما ، وهذه القيمة فى الفترة السابقة . ويتم توزيع العائد حسب سياسة الصندوق . وتختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة

الصندوق وطبيعة أغراضه وأهدافه ومعدل العائد المراد تحقيقه . وتقوم إدارة الصندوق بشراء وبيع الأوراق المالية بغرض تكوين محفظة استثمارية تتناسب مع الأهداف ، وتحقق السياسات الاستثمارية المنشودة.

ومما لا جدال فيه أن صناديق الاستثمار يمكن أن تمثل أداة هامة لتنشيط سوق الأوراق المالية المصرية ، نظراً لما تتيحه من أفضل الفرص بالنسبة للمستثمر الصغير ، علاوة على ما تقوم به من توجيهات الأموال الفائضة إلى قنوات استثمارية تساعد فى دفع عجلة التنمية ، وذلك عن طريق توفير أدوات للسوق وضمان الثقة والاستقرار . فالمشترى لأسهم صناديق الاستثمار يمكنه المساهمة فى رأس مال عدد كبير من الشركات يعجز عن المشاركة فيها منفرداً خاصة إذا ما كان رأسماله صغيرا ، كما أن درجة المخاطرة ستكون أقل نظراً لأنها موزعة على عدد كبير من الشركات . وهكذا تمثل صناديق الاستثمار وعاءاً عاماً تحتاج إليه السوق المصرية لعدم وجود الوعى الكافى لدى المستثمرين فى اختيار الأسهم ، كما أنه يمكن لشركات هذه الصناديق أن تستوعب جزءاً كبيراً من الأسهم التى تطرحها الدولة .

٦- كفاءة أسواق الأوراق المالية :

رأينا كيف تنعكس كفاءة أسواق تداول الأوراق المالية مباشرة على كفاءة وتطور الاقتصاد ككل ، وهو ما يستوجب ضرورة الاهتمام بتحسين كفاءة هذه الأسواق .

ولكفاءة أسواق تداول الأوراق المالية ثلاثة مفاهيم ، يمكن قياس كل منها بمقياس محدد . فهناك أولا كفاءة التعامل Transaction Efficiency وتقاس بتكاليف التعامل وعمولة السماسرة . ويلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين كفاءة التعامل وهذه التكاليف . أى أنه كلما انخفضت تكاليف التبادل وعمولة السماسرة زادت كفاءة التعامل. وهناك

ثانيا كفاءة التشغيل Operational Efficiency، وتقاس بمدى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ، والعلاقة بينهما عكسية كذلك ، بمعنى أنه كلما قل الهامش أو الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ، زادت كفاءة التشغيل . وهناك ثالثا الكفاءة الهيكلية Structural Efficiency التي تعكس درجة المنافسة في السوق ، فتقاس بعدد المشاركين في السوق ، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين ، والعلاقة في هذه الحالة طردية ، بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية .

ويترتب على تنويع الأوراق المالية ، أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول ، وعلى تزايد عدد مرات تداول الورقة المالية الواحدة ، رفع كفاءة سوق تداول الأوراق المالية . كذلك يؤدي استقرار أسعار الأوراق المالية إلى زيادة درجة كفاءة السوق . وتتوقف مدى كفاءة السوق بدرجة كبيرة على وجود نظام فعال للمعلومات يضمن إحاطة المتعاملين في السوق – والمراقبين لما يجئ فيه من تعامل – بكل ظروف وشروط التعامل .

ولا شك أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة قد قطعت شوطاً بعيدا في هذا المجال ، حيث تتميز بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين فيها اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة بفضل ما تقدمه اليهم من معلومات تتعلق بالشركات التي يرغبون في شراء أسهمها وبالسوق نفسها . فالتطبيق الواسع لتكنولوجيا الحاسبات الآلية والاتصالات وما ترتب عليها من إمكانية معالجة حجم أكبر من المعاملات في هذه الأسواق، والقدرة على نقل التطورات في هذه الأسواق بشكل أسرع ، والاستجابة السريعة للمعلومات الجديدة مع ربط الأسواق التي تقع في مناطق زمنية مختلفة ، قد أسهم في اختفاء مظاهر التفاوت والتمييز بين الأسواق المحلية ، وزيادة درجة التكامل بين المراكز المالية الدولية . وفضلا عن ذلك فإن اتساع الأسواق المالية

الأوروبية قد أدى إلى ضغوط تنافسية على الأسواق المالية المحلية وأسهم بدوره فى تضييق فجوة تباينها.

ويمكن القول بصفة عامة ، أن كفاءة السوق المصرية طبقا للمفاهيم السابقة غير متحققة . فمن ناحية ، تعتبر سوق الأوراق المالية ضيقة وغير عميقة سواء بالنسبة لمحدودية الأدوات فى كل منها أو سعة انتشارها بين فئات المستثمرين فى كثير من الحالات . إذ ما زالت سوق الأوراق المالية المصرية تلعب دوراً محدودا فى توفير التمويل المتوسط والطويل الأجل بالنظر للنقص فى عدد الأوراق المالية المتداولة وضآلة انتشارها بين المساهمين . كذلك ضآلة نسبة العائد الصافى فى هذه الأوراق قياسا على منافذ الاستثمار الأخرى المحلية المتاحة . بالإضافة إلى تركيز ملكية الشركات إما بيد الدولة أو مؤسساتها أو انغلاق الملكية بشكل حاد على بعض المساهمين الرئيسيين . كذلك يرتبط ضعف سوق الأوراق المالية ، بعدم تنوع الأوراق المالية المعروضة فى السوق . ففيما يتعلق بالأسهم ، يخلو السوق من الأسهم الممتازة ، كذلك يكاد يقتصر إصدار السندات على الحكومة وحدها.

والمراقب لسوق الأوراق المالية يلاحظ ضعف أو غياب دور الوساطة المالية المتخصصة فى أعمال السوق الأولية والثانوية . فمؤسسات الإصدار والتغطية الكاملة فى السوق الأولية مازال وجودها ضعيفاً وغير فعال (أو معدوماً فى بعض الحالات) ، كما أن شركات الوساطة صانعة الأسواق الثانوية للأسهم والسندات محدودة العدد ولا تقوم بدور واضح ، وهى جميعها عناصر أساسية ومقومات هامة لقيام سوق فعالة . كذلك لا يقوم نظام المعلومات الحالى بالمساندة الكافية لنظام تداول الأوراق المالية .

وتجدر الإشارة إلى أن الاختلال بين نشاطى الإصدار والتداول يعد من أهم سمات الأوراق المالية المصرية ، وينعكس أثر ذلك بصورة

سلبية على نشاط سوق الأوراق المالية ككل ، فلا يوجد مبرر لإصـــدار أوراق مالية لا يتم التعامل عليها ، إذ ينتفى بهذا الشكل أحـــد المقومـــات الأساسية لسوق الأوراق المالية . ويرجع هذا الاختلال فى الواقـــع إلـــى عدد من العوامل أهمها عدم توفر الإطار الاستثمارى المناســـب بـــصفة عامة، والدور السلبى الذى تقوم به الشركات المغلقة فى مجال التعامل.

ولاشك أن تنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر يتطلب خطوات وإجراءات عديدة ترتبط بجانبى العرض والطلب . فمن الضرورى العمل على زيادة المعروض من الأوراق المالية المتنوعة الجذابة ســواء مـــن جانب المنظمين ورجال الأعمال أو من جانب الحكومة ، كما أنـــه مـــن اللازم فى ذات الوقت تنشيط هذا الطلب علـــى تلـــك الأوراق وتعبئـــة المدخرات اللازمة لها .

المبحث الثانى

دور البورصة فى التسعير وتقويم رأس المال

يتعلق هذا الجزء من البحث بدراسة دور البورصة فى تحديد أثمان الأوراق المالية من خلال معرفة كيفية عمل السوق من الناحية النظرية، وكذلك من خلال آدائها الفعلى . ولا يدخل فى نطاق اهتمامنا استعراض كل الأسباب العديدة والمختلفة التى تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة فى تحديد أثمان الأوراق المالية فى البورصة . كذلك لا نزعم إمكانية التوصل إلى طريقة للتنبؤ فى البورصة (Prévision boursière) فى الأجل الطويل أو حتى المتوسط. فالكثير من العوامل المؤثرة فى هذا المجال لا يمكن حصرها والوقوف عليها . ولقد أثبتت التجربة دائما تواضع المجهودات التى بذلت فى هذا المجال.

لذلك سوف نقتصر على التصدى لبعض المعطيات الرئيسية للمشكلة ممثلة فى المواجهة اليومية المستمرة بين مجموع رؤوس الأموال المتاحة والأوراق المالية المعروضة للبيع ، الأمر الذى يمكننا من الوقوف على العناصر الأساسية اللازمة لتقييم الأوراق المالية وتحديد أثمانها على نحو يتيح لنا إمكانية التنبؤ التقريبى باتجاهات التقلبات السعرية فى البورصة .

وبصفة عامة ، يمكن التمييز بين مجموعتين من العوامل المؤثرة فى كيفية عمل السوق : مجموعة تنشأ خارج نطاق السوق وتتعلق بالمتغيرات التى تؤثر على أثمان الأوراق المالية - فى الأجل القصير - طبقا لتفسير المتعاملين فيها ومدى تأثر سلوكهم بهذا التفسير ، ومجموعة أخرى تنشأ داخل نطاق السوق وتتعلق بطبيعة عملياته والطريقة التى يستخدمها المتعاملون فى مجال تخطيطهم للعمليات المالية التى يهتمون بها.

وبدءاً من العناصر الثلاثة المؤلفة لأية سوق ، الطلب والعرض وآلية العمل ، نخصص الصفحات القادمة للتعرف على كيفية تحديد أثمان الأوراق المالية ، سواء تعلق الأمر بسوق الإصدار أم بسوق التداول.

وعلى هذا ، ينقسم هذا المبحث إلى خمسة أقسام رئيسية على النحو التالى :

١- محددات الطلب والعرض فى سوق الأوراق المالية .

٢- التقاء العرض بالطلب وتحديد التوازن فى سوق الأوراق المالية.

٣- العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأوراق المالية .

٤- تغيرات القيم ذات العائد الثابت .

٥- تغيرات القيم ذات العائد المتغير .

١- محددات الطلب والعرض فى سوق الأوراق المالية :

تتميز علاقة الإدخار بسوق الأوراق المالية بسمتين على درجة كبيرة من الأهمية :

* لما كان سوق الأوراق المالية يؤدى دوراً هاما فى تعبئة المدخرات وتوجيهها بشكل مباشر نحو الاستثمار الحقيقى فى قطاعات الاقتصاد القومى ، فإن هذه السوق ترتبط بجميع الظواهر الاقتصادية المثارة فى إطار علاقة الاستثمار بالادخار ، كما أنه يقوم بدور ملموس فى تمويل الخدمات الحكومية والأنشطة ذات الطابع العام ، وذلك من خلال تدعيمه لسندات القروض الحكومية التى يتم تداولها فى هذه السوق.

* أن سوق الأوراق المالية لن يحقق غرضه الرئيسى المتمثل فى تعبئة مدخرات الجمهور (الاكتتاب العام) إلا من خلال مساهمته فى تحقيق أهداف المدخرين والمستثمرين فى الأوراق المالية . ويتمثل الهدف الأساسى لهؤلاء فى تحقيق عائد مناسب وحماية مراكزهم الاقتصادية من خلال المكاسب الرأسمالية التى تعوضهم عن الخسائر التى قد تلحق بهم بسبب التضخم أو أى أسباب أخرى ، وسرعة تسييل المدخرات دون

تحقيق خسائر.

١-١- جانب الطلب : الحاجة إلى التمويل :

يمثل جانب الطلب على رؤوس الأموال جهات متعددة منها الدولة والمشروعات العامة والخاصة والهيئات والمؤسسات المالية الوسيطة. وبصفة عامة فإن الدوافع الأساسية الكامنة وراء الحاجة إلى رؤوس الأموال تعكس طبيعة ودور اقتصاد المبادلة وأهمية عنصر الزمن فى المعاملات الاقتصادية . ويمكن تصنيف الحاجات المختلفة إلى رؤوس الأموال على النحو التالى :

* الحاجات المرتبطة بدورة الإنتاج – التداول – الاستهلاك .
* الحاجات المرتبطة بدالة الاستثمار ، أى الزيادة فى رأس المال ، سواء تعلق الأمر برأس المال المنتج أو غير المنتج .
* الحاجات المتولدة عن نشاط الدولة (بالمعنى الواسع لمفهوم الدولة).

ومن الصعب معرفة كيفية تطور هذه الحاجات نظراً لارتباطها بالعديد من العناصر التى تتفاعل فيما بينها . ومن بين أهم تلك العناصر نذكر ما يلى :

- اتجاهات التطور الناتجة عن آليات النمو الاقتصادى والاستثمار.
- تطور الأوضاع المرتبطة بتغيرات مستوى النشاط الاقتصادى .
- آثار السياسة المتعلقة بميزانية الدولة والهيئات الاجتماعية والمحليات والمحافظات.

١-٢- جانب العرض : القدرة التمويلية :

لما كانت الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية – بشقيه – هى توظيف مدخرات المجتمع فى شراء الأوراق المالية بكافة أنواعها ، فإن الدور الحيوى لسوق الأوراق المالية يكمن فى كونه أداة لتحويل المخاطر وتأجيل الاستهلاك ، وذلك عن طريق توظيف جزء من أموال الاستثمار

(مدخرات المشروعات) فى الأوراق المالية . فالسوق الأولية تسمح للمشروعات بتوزيع المخاطر بين حملة الأوراق المالية المختلفة ، بينما تحول السوق الثانوية الأوراق المالية طويلة الأجل إلى أوراق قصيرة الأجل ، وذلك عن طريق السماح بشرائها أو بيعها خلال أجلها المحدد، مما يطمئن المستثمر إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة اللازمة وقتما يشاء ، ومن هنا تزداد المدخرات .

ولما كانت مدخرات القطاع العائلى تمثل أهم مصادر الادخار ، فإن نجاح الحكومات فى تعبئة المدخرات مرهون بمدى ما تتمتع به سوق الإصدار من ثقة واستقرار . وفى ضوء نجاح سياسة تشجيع الادخار المحلى تتحدد طاقة سوق الأوراق المالية ، فإذا كانت سوق الإصدار نشطةً ومستقرةً وتتمتع بثقة كبيرة ، فإن ذلك يعمل على جذب المدخرات ، سواء بطريق مباشر من خلال شراء الأوراق المالية (أى الاكتتاب فى الشركات) ، أو بطريق غير مباشر من خلال البنوك وشركات التأمين التى تستثمر جزء من أموالها (الودائع أو بوالص التأمين) فى شراء الأوراق المالية .

وبصفة عامة يترتب على كل تصرف يعمل على تخفيض الجزء من الدخل الموجه للاستثمار – مثل تخفيض الأجور ، وزيادة الضرائب، وارتفاع الأسعار غير المصحوبة بارتفاع الدخول ...الخ – انخفاض المدخرات الفردية ، ومن ثم انخفاض مجموع رؤوس الأموال المتاحة للاستثمار فى الأصول المالية . ويحدث نفس الأثر نتيجة للمبادرات التى تتجه إلى تقليل أو خفض الادخار الجماعى . وعلى العكس من ذلك فإن زيادة الأجور ، وتخفيف عبء الضرائب على الدخول ...الخ ، كلها عوامل من شأنها زيادة تدفقات رؤوس الأموال نحو سوق الأوراق المالية كما سنرى. عموماً ، فإن كل السياسات التى من شأنها أن تؤثر على المدخرات الوليدة يجب أن تتبع بكل حذر . وتجدر الإشارة إلى أنه حتى

فى ظل الوضع غير الملائم لتكوين مدخرات جديدة يمكن عـن طريـق السياسات النقدية والمالية تعديل كيفية استخدام المدخرات السابق تكوينها على نحو يمكن معه استقطاب مزيد من تدفق رؤوس الأموال نحو سوق الأوراق المالية .

٢- التقاء العرض بالطلب : تحديد التوازن :

بعد دراسة كل من جانب الطلب وجانب العرض ، ننتقل الآن إلى تحديد التوازن فى السوق . ونعنى بالتوازن هنا الحالة التى تعكس التقاء ارادات الطالبين بإرادات العارضين بقصد تحديد الثمن والكميات . ورغم أن النظرية الاقتصادية لا تسعفنا فى تفسير تقلبات الأثمـان النـسبية، أو المطلقة، فى سوق الأوراق المالية . إلا أن تحديد ثمن التـوازن يـرتبط بقواعد المنافسة الكاملة . ويتحقق التوازن خلال فترة معينـة ، تحـدث خلالها تدفقات من جانب العرض ومن جانب الطلب ليلتقيا فـى لحظـة معينة ، تتحول عندها التدفقات إلى رصيد. والتوازن أو الالتقـاء بـين القوى المختلفة المكونة للعرض والطلب قد يكون جزئيا عنـدما يتعلـق الأمر بتحديد قيمة أو ثمن ورقة مالية معينة ، وقد يكون عاماً إذا تعلـق الأمر بعديد من الأوراق المالية ، توازيها علاقات متعددة مـن الطلـب والعرض . وقد ينقلب التوازن إلى حالات من عدم التوازن المتقطـع أو المستمر نتيجة تدخل بعض الظروف الاقتصادية الخارجية عن الـسوق مما يرتب آثارا وتقلبات فى القيمة ، أو الأثمان والكميات المتداولة .

وفى إطار دراستنا هذه نميز بين ثلاث مراحل لتحديد الثمن فـى سوق الأوراق المالية : تختص الأولى بمرحلة الإصدار الجديد ، وترتبط الثانية بسوق التداول ، وتتعلق الثالثة بالتغيرات فى رأس المال . وسوف نقوم فى هذا القسم بدراسة المرحلتين الأولى والثانية ، تاركين المرحلـة الثالثة لتمثل محور الدراسة فى القسم الأخير . ونشير هنا إلـى تـداخل

سياسات التسعير فى هذه المراحل الثلاث . وبالنسبة للعوامل المؤثرة على كيفية عمل السوق وتحديد السعر يمكن التمييز بين مجموعتين من العوامل. الأولى عوامل أساسية وتشترك فيها كل هذه المراحل . أما الثانية فهى عوامل ذاتية خاصة بكل مرحلة من هذه المراحل . الأمر الذى سيتضح من خلال دراستنا .

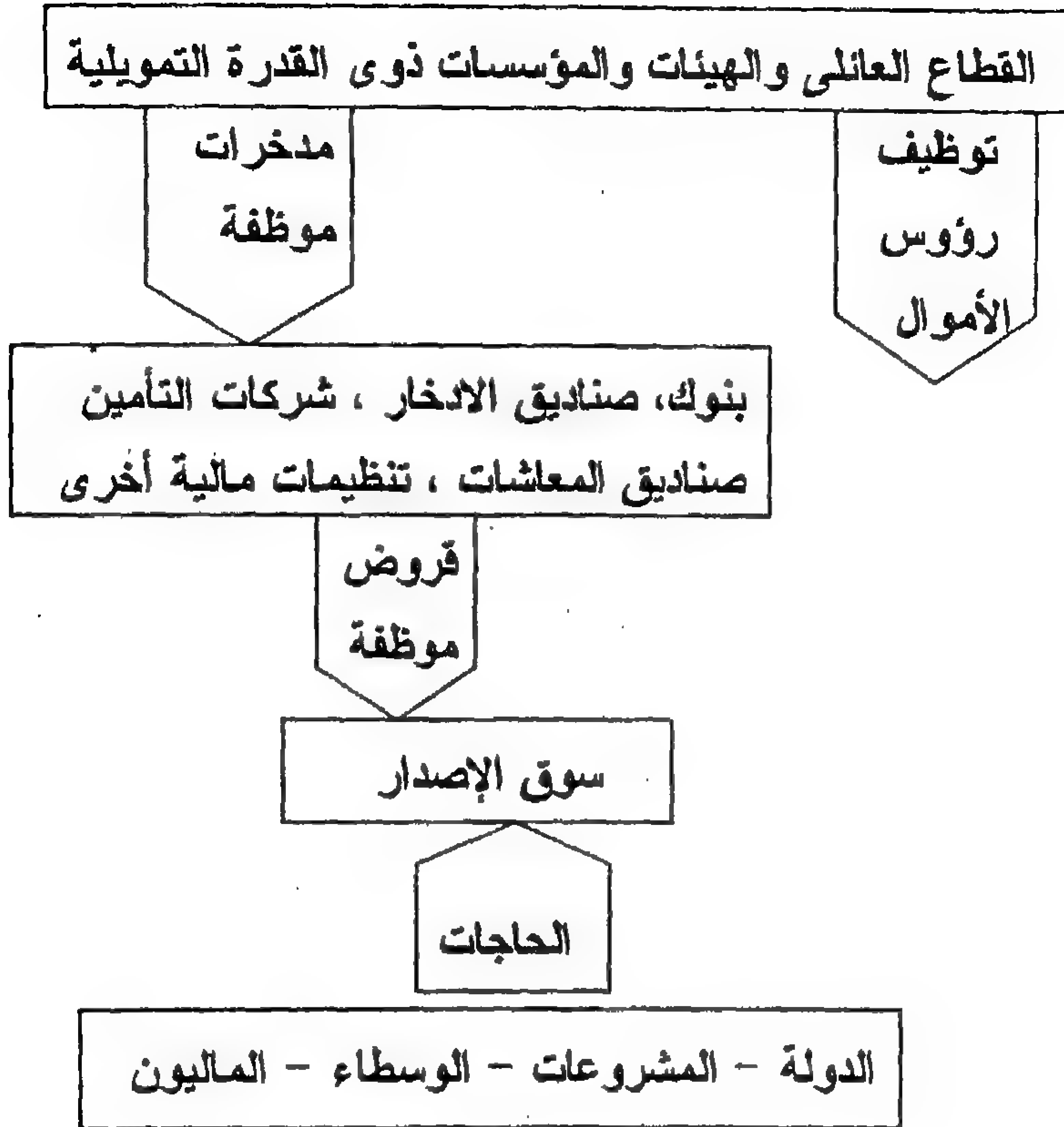
وتجدر الإشارة إلى أنه – وعلى حد علمنا – لا توجد دراسات مستفيضة حول تحركات الأسعار وأسبابها فى الدول النامية . ولعل أهم الدراسات فى هذا الاطار قدمها "كوبر"، واختص بها دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية . وهو يرى أن قصور البورصات فى تلك الدول Inefficient Market يرجع إلى المناخ الاجتماعى والاقتصادى لهذه الدول . وبوجه عام خلصت أغلب الدراسات فى هذا الإطار إلى الربط بين كفاءة هذه الأسواق وضعف وسائل الاتصال ونظم المعلومات ، إذ اتضح دور المعلوماتية الداخلية كعائق أمام تطور البورصات فى الدول النامية ، وقد تم تعليل ذلك بضعف وغياب مفاهيم الاستثمارات الاقتصادية فى هذه الدول .

٢-١- التسعير فى مرحلة الإصدار الجديد :

فى السوق الأولية (سوق الإصدار) يتلاقى الطلب ، الناتج عن الحاجات ، مع العرض ، المتولد عن القدرة التمويلية ، كما هو موضح فى الشكل التالى :

شكل رقم (٢)

سوق الإصدار



وتتمثل مشكلة تحديد سعر الإصدار هنا أساساً في مشكلة الوصول إلى تقدير معقول لأعلى سعر يتوقع أن يقبل المشترون دفعه . فلكى تنجح سوق الإصدار فى تعبئة المدخرات فإن الأوراق المالية الجديدة يجب أن تكون ذات جاذبية خاصة بالنسبة للمشترين الاحتماليين Potentiel . فالعارضون لا يمكنهم ببساطة تحديد السعر الذى يقبلونه ، إذ أن مقدار ما سيحصلون عليه يتوقف أساسا على مقدار ما يكون المشترون على استعداد لدفعه .

ولكن ما هى العوامل التى تؤثر بشكل فعال على ما يدفعه الأشخاص الاقتصادية المختلفة لشراء الأوراق المالية ؟

بالنسبة للأسهم ، غالبا ما يقوم المشترون أسهم أى شركة على أساس ما يتاح لهم من العائد السنوى الذى تحققه الشركة أو الذى ستحققه فى المستقبل ، وكما يظهر فى حساب الأرباح والخسائر الخاص بها ، وليس على أساس نصيب المساهم فى حقوق الملكية كما تظهرها الميزانية العمومية للشركة . كذلك فإن التوظيف فى أوعية مالية أخرى قد يدر عائد دورياً ثابتا فضلا عن أنها أقل مخاطرة . وعند مقارنة الأسهم بهذه الأصول المالية ، فإنه من المتوقع أن يأخذ المشترون الأكثر دراية فى اعتبارهم التضخم والتوسع فى النشاط الاقتصادى . غير أن ارتفاع هامش الربح فى الاستثمارات التقليدية البديلة وارتفاع فوائد الإقراض غالباً ما يصرف أصحاب الأموال عن توظيف أموالهم فى الأوراق المالية عموماً .

وبصفة عامة ، فإنه فى سوق الإصدار تلعب المعلومات الداخلية والمتعلقة بالشركة المصدرة دوراً هاماً فى التأثير على مستوى آداء السوق وبالتالى فى تحديد سعر الإصدار . كذلك فإن مدى سلامة المركز المالى والاقتصادى لهذه الشركة يؤثر تأثيراً فعالاً فى أسعار الأوراق المالية.

ورغم أن سوق الإصدار تعتبر الخطوة الأولى فى حركة النشاط المالى ، إلا أنها لا تحقق للمستثمر الطمأنينة التى ينشدها من وراء استثماره فى الأوراق المالية والتى تتمثل فى توافر السيولة النقدية للأوراق المالية التى فى حوزته عند عرضها للبيع . وهذا من شأنه أن لا يشجع على تخصيص أعلى نسبة من المدخرات للاستثمار فى الأوراق المالية طويلة الأجل . ولا يتم ذلك إلا من خلال السوق الثانوية أو سوق التداول. وتوفر سوق التداول للمتعاملين إمكانية التصرف فى هذه الأوراق المالية دون قيد أو صعوبة ، الأمر الذى يوفر قدراً من السيولة لا تتمتع به أصول استثمارية أخرى كالعقارات . ومن هنا ، فإن ضعف السوق الثانوية يعنى غياب فرصة إعادة البيع العاجل للأوراق المالية ، وتكون النتيجة انخفاض الطلب على الأوراق المالية المصدرة ، أما إذا كانت هناك بورصة نشطة يتم فيها تداول الأوراق المالية بكفاءة ويسر ، فإن هذا يشجع المستثمرين على ارتياد سوق الإصدار لإطمئنانهم إلى إمكانية تحقيق السيولة والسعر العادل لما اكتتبوا فيه من أوراق .

ومن وجهة نظر اقتصادية ، فإنه ليس من المعقول محاولة تحديد أسعار الإصدار على أساس نسبة تمثل الحد الأدنى من حقوق الملكية بالنسبة للسهم كما تظهرها القيود الواردة بدفاتر الشركة . وكما أشرنا من قبل فإن المشترين الاحتماليين بصفة عامة يقومون الأسهم على أساس العائد السنوى – وبخاصة صافى عائد السهم – أكثر من تقييمهم لها على أساس نسبة حق الملكية للسهم . ومن ثم فإن تقدير ما سيكون المشترون على استعداد لدفعه يمكن أن يتم على أساس العائد السنوى .

وبالنسبة للشركات المقيدة فى بورصة الأوراق المالية ، فإن أسعار التداول الفعلية تعتبر أفضل دليل لما قد يكون المشترون على استعداد لدفعه فى الأسهم الجديدة . ومع ذلك فإنه ينبغى النظر إلى أسعار التداول كمؤشر مبدئى إذ أنها تحددت على أساس حجم ضئيل جداً من

التداول فى البورصة ، وقد يؤدى طرح كمية جديدة من الأسهم فى السوق إلى انخفاض أسعارها .

٢-٢- التسعير فى مرحلة التداول :

تقوم البورصة - السوق الثانوية - بدور رئيسى فى تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة ، فكيف تتحدد هذه الأسعار ؟ ولماذا تتغير ؟

٢-٢-١- طبيعة سوق التداول :

يمكن القول أنه فى سوق الأوراق المالية ينطبق قانون العرض والطلب (قانون الأثمان فى سوق المنافسة الكاملة) انطباقاً تاماً . فالأسعار المحددة سوف تتوقف بداءة على مجموع رؤوس الأموال التى يكون أصحابها مستعدين لاستثمارها فى شراء الأوراق المالية وعلى مجموع الأوراق المالية المتاحة ، أى المعروض للبيع . هذه المواجهة الدائمة تحدد اتجاه السوق .

واستناداً إلى النموذج المقترح من جانب "ساموبلسون" قدم العديد من الكتاب مفهوم السوق الكفء Le marché efficient & Efficient Market . وترجع كفاءة السوق هذه إلى سببين رئيسين ، هما الإتساع، أى تعدد الأنواع المختلفة من الأوراق المالية التى يجرى تداولها فى السوق، والعمق ، أى عدد مرات التداول للورقة المالية الواحدة . ويقصد بالكفاءة هنا موقف الأثمان من العوامل المؤثرة فى البورصات ومن بعض العوامل الخارجية الأخرى .

بمعنى أخر ، فإن السوق الكفء هى تلك السوق التى تعطى فيها الأثمان مؤشرات صحيحة لتخصيص الموارد ، أى هى السوق التى تمكن من اتخاذ قرارات الاستثمارات الإنتاجية ويستطيع المستثمرون اختيار الأوراق المالية الخاصة بمشروعات يعلمون تماما أنها تعكس فى كل لحظة المعلومات المتاحة والممكنة .

وعلى ذلك ، فإن استقرار الأسعار يزيد من كفاءة السوق

الثانوية، ويكون الارتفاع المتعاظم والسريع فى الأسعار معول هدم للأسواق، شأنه فى ذلك شأن الهبوط الفجائي للأسعار . ويرجع ذلك إلى أن التقلبات فى أسعار الأوراق المالية تجعلها تفقد أهميتها كوسيلة للإدخار. وبوجه عام نلاحظ أن الكثيرين من المستثمرين الذين سوف يحاولون – بفضل طرق وأساليب المعلومات الخاصة المستخدمة – السيطرة على السوق ، سوف يتمكنون من التوصل إلى طرق جديدة لإختيار الاستثمارات ، وهو الأمر الذى يمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية . وننوه هنا بأن هذه الأرباح غير العادية سوف تختفى سريعاً كما هو الحال فى المنافسة الكاملة .

فكفاءة الأسواق المالية تعنى أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس واقع الأوراق ، من حيث قوتها وضعفها ، وبالتالى يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من جنى أرباح أو عائدات غير عادية ، أو أن يجد بعض المستثمرين أنهم قد استثمروا أموالهم فى أوراق مالية مسعرة بأكثر مما يجب مما يترتب عليه جنى عائدات منخفضة بدرجة غير عادية .

والشرط الضرورى لكفاءة السوق هو انتشار المعلومات الخاصة بكل الأوراق المتداولة وإتاحتها بالنسبة لجميع المتعاملين ، فإذا تخلف هذا الشرط تصبح التقلبات اليومية لأسعار تلك الأوراق نتاج الصدفة . ويترتب على هذا الاتجاه والذى تحكمه المصادفة والذى يعد أحد أشكال الكفاءة المفترضة للأسواق نتائج هامة . فمن ناحية يعكس هذا السعر المحدد القيمة الذاتية (La valeur intrinsèque) للأصل المالى . إذ يتضمن السوق هنا نتائج الأحداث السابقة ويعكس التوقعات المتعلقة بالأحداث القادمة . وعلى ذلك يكون مستحيلا القطع بالأسعار المستقبلية نظراً لأن الأحداث المعروفة والمتوقعة تدخل فى السعر الحالى ، ولا يمكن إلا لحدث غير متوقع فقط أن يعدله . ومن ناحية أخرى ، يعتمد

نموذج السوق الكفء على تركيبة أو توليفة من عنصرين وهما العائد والمخاطرة بالنسبة لكل ورقة مالية . حيث يعنى العائد هنا الدخل الكلى للأصل المالى ، أى مجموع الأرباح الموزعة وفائض القيمة أثناء الفترة محل الاعتبار . أما مفهوم المخاطرة فيعنى التغيرات فى الأسعار، أى انحراف سعر ورقة ما عن الاتجاهات المتوسطة بوجه . وعام تتوقف تقلبات أسعار أية ورقة مالية فى جزء منها على التطورات العامة للسوق واتجاهاته ، وفى الجزء الآخر على الخصائص الذاتية لكل أصل مالى ، بمعنى أن المخاطرة بالنسبة لكل ورقة مالية يمكن ردها إلى مخاطر السوق ومخاطر الأصل نفسه.

٢-٢-٢- خصائص الثمن فى سوق التداول :

يتحدد سعر كل ورقة مالية مقيدة بالبورصة - فى سوق التداول- بتلاقى أوامر العرض والطلب . وتثير ظاهرة تحديد الأسعار هذه مجموعة من الملاحظات من بينها :

١- أن مقابلة العرض والطلب والتى ينتج عنها تحديد الثمن لا تتم عشوائيا . فيوجد فى الحقيقة بالنسبة لأغلب الأوراق المالية اتجاه ولو مؤقت، بالصعود أو الهبوط ، ويترجم هذا الاتجاه بارتفاع أو انخفاض متوالى للأسعار ، وهو ما يؤدى تدريجيا إلى الهبوط أو الصعود فى الاتجاه العكسى ، وهو الأمر الذى يؤدى فى أحسن الأحوال إلى مجموعة من التوازنات المؤقتة . غير أن التوازن لا يتحقق تلقائيا فى نفس اللحظة ولكن بعد فترة انقطاع زمنية . على أية حال تظل هذه الإختلالات استثنائية فى السوق الآجل بسبب مرونته المرتفعة ، وزيادة حدوث تقلبات هامشية ، علاوة على تأثير العمليات المشروطة.

٢- هذا المبدأ والذى يؤدى إلى تحديد سعر يومى يساهم فى تقوية اتجاه كل ورقة ارتفاعا وانخفاضا . فمن المعلوم أن جلسات عديدة متتالية

ارتفاعا (أو انخفاضا) تترجم بفارق أكبر عما كان يمكن أن يتحقق لو أننا أجلنا لبضعة أيام التنفيذ الكلى لأوامر الفترة . ولا يتحقق هذا الأثر آلياً ، وسوف نرى أنه يرجع إلى أسباب عديدة .

٣- تعدل أسعار البورصة – التى تتحدد وتتغير يوميا – التقييم الرأسمالى للبورصة حيث تعنى "الرسملة " Capitalisation سعر السهم مضروباً فى عدد الأسهم المكونة لرأس المال . هذه المعاملات الفعلية أو الحقيقية لكل يوم تكون هامشية أو حدية بالنسبة لجموع رؤوس الأموال . وعلى الرغم من ذيوع هذه الظاهرة ، فإنّ أهميتها غير مقاسة بدقة . ففى الواقع يمكن أن يتعدل تقييم الأوراق المالية فى البورصة نتيجة لعمليات متعلقة بالقليل من رأس المال . فيستفيد أو يعانى من هذه العمليات كثرة من حاملى الأوراق المالية رغم أنهم لم يشتركوا فيها . فمن ناحية تتم المفاوضات فقط بالنسبة لبضعة عشرات من الأوراق . ويتعلق الأمر هنا بنقطة أساسية لسوق البورصة، وهى السيولة ، أى القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى مدخرات نقدية والعكس . ومن ناحية أخرى ، تتمتع سوق البورصة بالسيولة العالية التى تفوق تلك المتعلقة بالسلع الأخرى . إذ يوفر سوق التداول للمتعاملين فيه قدراً من السيولة لا تتمتع بها أية أصول استثمارية أخرى كالعقارات . فلما كان الاستثمار فى الأوراق المالية يمكن التصرف فيه بالبيع والشراء فى وقت قصير على أساس سعر تنافسى فإن هذا يرفع من قيمة هذا الاستثمار . وجدير بالإشارة هنا إلى هذا التناقض الذى يوجد بين السمة الحدية للعمليات وأثرها على تكون الأثمان. فتعتبر عملية التأثير سالفة الذكر حدية أو هامشية من الدرجة الأولى ، بينما تعيش البورصة فى واقع الأمر فى حالة حدية أو هامشية من الدرجة الثانية ، مما يمكن التعبير عنه بأنه "حدية داخل الحدية" .

٤- طبقا لاقتصاد السوق تؤدى زيادة الطلب على العرض إلى ارتفاع الأثمان، وتنخفض فى الحالة العكسية . وارتفاع الأثمان يؤدى بدوره إلى تزايد كمية المعروض من جانب الصناعة . غير أن الأمر ليس كذلك فيما يتعلق بالبورصة ، فالواقع أن حجم الأوراق المالية المتاحة لا يتغير طبقا للحاجات (الطلب) ، أى أنها ليست دالة للحاجات. وبطبيعة الحال ، ليس هناك ما يمنع حائزى هذه الأوراق من بيعها لو بدى لهم السعر ملائما أو بالأحرى مبالغاً فيه . لكننا هنا نواجه بخاصية أخرى لسوق البورصة وهى تلك المرتبطة بالعامل النفسى (السيكولوجى) لحائزى الأوراق ، فارتفاع السعر يغرى حاملى الأسهم بالثراء القادم – فمن الطبيعى ألا يتنازل الفرد إراديا عن مال أو ثروة متزايدة القيمة كل يوم . فقد أثبتت التجربة أن الارتفاع يؤدى إلى الارتفاع أى يعضده . والمبدأ الضمنى الذى يسود البورصة هو تحمل خطر الخسارة أكثر من قبول غياب ربح ، وهو سلوك غير مؤكد فى حالة الانخفاض . فالانخفاض يعضد نفسه بما يخلقه من جو الحيطة والحذر . أيضا لا يميل حاملوا الأوراق إلى تجسيد خسائرهم بل يحاولون الاحتفاظ بأوضاعهم على أمل عودة الثراء اليهم مرة أخرى . وهكذا تعد فترات الانخفاض طويلة الأمد عادة فترات نشاط مقيدة . أما فترات الارتفاع فتقترن بازدياد ، وباتساع المبادلات ، دون معرفة ماهية السبب أو الأثر .

٥- لا يوجد عادة مساهم واحد بل يلاحظ تعدد أنواع المساهمين . فقد يتعلق الأمر بالمؤسسات الاستثمارية أو بالأفراد سواء كانوا من ذوى القدرات المالية العالية أم لا . كل مساهم يكون له أهدافه الخاصة ومعاييره للعائد المرتقب . وجدير بالذكر هنا أن المساهم الحدى ، وهو المساهم ذى القدرة المالية المنخفضة ، يقترب سلوكه كثيرا من سلوك السوق نفسه ، وذلك انطلاقا من حقيقة أن البورصة تبدو أقرب

ما تكون لسوق المنافسة الكاملة ، وهو الأمر الذى يحتم الأخذ فى الحسبان مستصغر الأحداث Les micros-événements . هذا يؤكد إذن ضرورة توافر السياسات المالية الملائمة والمعلومات الكافية لإنعاش السوق وتحديد السعر العادل . ويعد تشجيع المساهم الحدي هاماً بالنسبة للمشروعات نظراً لما يوفره هذا المساهم من موارد تمكن المشروع من اشباع حاجاته التمويلية . فعلى الرغم من أن نصيب المساهم ذى القدرة المالية الضعيفة L'actionnaire minoritaire قد يكون هامشيا فى رأس المال ، فإن وجوده يعد ضروريا للتمويل .

وسوف نرى فيما بعد الآثار التى يمكن أن تؤدى إليها هذه الملاحظات . ولكن يعن لنا بداءة سؤال نراه هاماً وهو : هل لأسعار البورصة تبريرا اقتصاديا رشيدا أيا كانت الاضطرابات الناتجة عن الظروف المحيطة ؟ وتتطلب الإجابة عن هذا السؤال التعرف على العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأوراق المالية . وهذا ما نعرض له الآن.

٣- العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأوراق المالية :

لا توجد كما سبق القول علاقة ضرورية بين سعر الأوراق المالية بالبورصة والقيمة الحقيقية للمشروع . ويرجع ذلك إلى أحد سببين، الأول هو أن مفهوم القيمة الحقيقية ليس له معنى ، والثانى أن البورصة ليست أداة خاصة أو مميزة للحكم على تلك القيمة بالارتفاع أو الانخفاض . وبيان ذلك أن أى مال له قيمة ، وأن هذه القيمة لا تتحدد موضوعيا وإنما تتوقف على اعتبارات شخصية فهى لا يمكن أن تكون "حقيقية" réelle ، وإن كان ذلك لا يعنى أن تكون "خيالية" imaginaire، فهى وببساطة تعد قيمة "غير مستقرة " non-stable . فالقيمة هى التعبير المباشر عن التقدير الاقتصادى . ولما كانت الوظيفة الرئيسية للبورصة

هى ترجمة فى صورة أسعار، وبالتالى قيم ، معطيات وتنبؤات اقتصادية كلية أو فردية للمشروعات ، فكل ما من شأنه أن يعدل هذه التنبؤات يؤثر فى عمل السوق ، الأمر الذى يعنى أن قائمة المؤثرات غير محددة .

وعلى الرغم من أن أغلب الكتابات تعطى أهمية كبرى للاعتبارات النفسية والاجتماعية والسياسية ، وبدون التقليل من وزن أو شأن هذه المتغيرات ، فإننا نرى أن أدوات التحليل الاقتصادى تسمح بتفسير الجزء الأعم الغالب من تغيرات أو تحركات البورصة . إذ تتأثر أسعار الأوراق المالية للمشروعات المقيدة فى سوق التداول ، بالإضافة إلى مدى سلامة المركز المالى والاقتصادى لهذه المشروعات، بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية ، كما تتأثر بمستوى النشاط الاقتصادى فى المجتمع وتؤثر فيه بدورها . وفيما يلى نتناول بعضا من هذه المتغيرات.

٣-١- المناخ الاقتصادى :

تبدو العلاقة أو الارتباط بين مستوى البورصة ومستوى النشاط الاقتصادى واضحة من خلال نتائج المشروعات . فتعكس الظروف المتعلقة بكل مشروع مستوى النشاط والذى يترجم ربحية المشروعات . فى حين تعكس الأسعار المعلنة فى البورصة درجة ثقة المتعاملين ، وتدرج القدرة المالية للمشروعات المقيدة على النحو الذى سنعرض له لاحقا. والنتائج التى يمكن الوصول إليها ليست لها شواهد ثابتة ، وإنما تحكمها متغيرات لا يمكن السيطرة عليها ، وهذا يجعل فى الإمكان المبالغة فى تقديرها أو إهمالها ، وفى كلتا الحالتين يوجد من الأسباب ما يبرر ذلك .

وينبغى الإشارة إلى أن تقلبات النشاط الاقتصادى للمشروعات ليست لها أهمية تذكر بالنسبة للبورصة إلا إذا ترجمت إلى أرباح أو خسائر. فالقيم البورصية لا تترجم برقم الأعمال وإنما بنتائج ونشاط الاستغلال، أو بمعنى آخر بالفرق بين أسعار البيع وأسعار التكلفة .

وعلى ذلك ، فإن القيمة السوقية للأوراق المالية للمشروعات المقيدة في البورصة تتأثر بمدى سلامة المركز المالي والاقتصادي لهذه المشروعات.

ولسنا في حاجة إلى التأكيد على أهمية التغلب على معوقات الاستثمار وإعادة النظر في التشريعات والسياسات والإجراءات لتهيئة المناخ الملائم . كما أننا لسنا في حاجة إلى التأكيد على أهمية توفير الثقة والطمأنينة وتهيئة المناخ الاستثماري العام ، وهي دوافع أساسية لنجاح الجهود الاستثمارية .

ويلاحظ تعدد مظاهر وأسباب ضعف البورصات في الدول النامية، تبعاً لاختلاف الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية في كل منها ، الأمر الذي ينعكس على أسعار الأوراق المتداولة والتي يمكن إجمالها بشكل عام فيما يلي :

* أن جميع بورصات العالم ، ما عدا الولايات المتحدة الأمريكية، تخضع تبعيتها للحكومات ، وأن كثيراً من الحكومات تجعل من تنظيم البورصة وسيلة لتحقيق أهداف معينة . وقد يكون هذا الهدف سياسياً أو اقتصاديا . ولا تبتعد سوق التداول المصري عن مثيلاتها في الدول النامية عموماً والدول العربية على وجه الخصوص .

كما أن ظهور طبقة من رجال الأعمال ، والتوسع في إنشاء المشروعات يعتبر دافعا إلى تطوير بورصة الأوراق المالية وأدواتها ومؤسساتها . وهنا يجب التفرقة بين رشادة المستثمر لمصلحته ورشادة المستثمر في مفهوم التعامل بالأوراق المالية . فالمستثمرون الموجودون في معظم الدول النامية هم إما مضاربون أو مغامرون ، وينقلب المستثمر من مضارب إلى مقامر عندما يضعف التشريع القانوني في البورصة . ولا نعتقد أن المستثمر في بورصة الأوراق المالية (ويقصد به المدخر) في الدول النامية (العربية منها بوجه خاص) يمكن أن يوازن بين العرض

والطلب، كما نعتقد أنه لا يقوم بعمليات التحليل المالى لكـل مـشروع ، ومن ثم يكون قراره مبنيا على هذا التحليل ، غاية الأمـر أن اهتمامـه ينصب على الأسهم التى ترتفع في وقت التعامل أو هو من النوع الـذى يدعى Stand on the tail of the expert coa .

وفيما يخص المستثمر المصرى ، فإن وجـود سـوق ثـانوى (بورصة) لا يعنيه ، إلا بدرجة ضئيلة ، ضمن المعايير المشجعة علـى الاستثمار . هذا الوضع الذى هو فى غير صالح البورصة مرجعه طبيعة البورصة التى لا تحفز المستثمر على اللجوء إليها . وبعبارة موجزة فإن المستثمر المصرى لا يعد البورصة مصدراً هاما للتمويل ، وذلك للعديد من الأسباب التى ستتضح فى سياق هذه الدراسة والتى من بينها :

* الصغر النسبى لحجم المشروعات فى الدول النامية عمومـا، وفى مصر خاصة ، وبالتالى سهولة تمويلها بواسطة عدد قليل من الأفراد أصحاب الدخول والثروات الكبيرة . ومع أن صغر حجم المـشروعات يعود إلى حد ما إلى ضعف سوق الأوراق المالية إلا أنه يرجع أساساً إلى عوامل أخرى تتعلق بالمؤسسات ، بمعناها الواسع ، التى لها علاقة بتلك السوق.

* الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتى وإعـادة اسـتثمار الأرباح غير الموزعة .

* تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التى تضر بالبورصة فى المدى الطويل خاصة الفرد العادى الذى يخشى من توظيف مدخراته فى الأوراق المالية ، فضلا عن تفضيل المدخرين للسيولة النقدية وارتفاع هامش الربح فى الاستثمارات التقليدية البديلة .

* توظيف بعض البنوك وشركات التأمين والاستثمار لجزء كبير من أموالها فى الخارج، الأمر الذى يؤدى إلى تخفيض مقـدار الأمـوال السائلة التى توجه إلى سوق الأوراق المالية ، ومع أن هذا الإجراء الذى

تلجأ إليه هذه المؤسسات يضعف سوق الأوراق المالية بصورة عامة إلا أنه ناتج إلى حد ما عن ضعف هذه السوق . ومما لا شك فيه أن نجاح الخطط الاقتصادية فى فتح فرص استثمارية ذات ربحية عالية ، وكذلك وضع سوق الأوراق المالية بصفة عامة ، والبورصة بصفة خاصة ، على أسس سليمة تحد من كثافة انتقال الأموال إلى الخارج .

٣-٢- التضخم :

السؤال الذى يثور هنا يتعلق بما إذا كانت الأسهم المقيدة بالبورصة يمكن أن تعتبر وسيلة فعالة لمواجهة التضخم أم لا ؟

بداية ننوه بأن الإجابة عن هذا التساؤل لن تكون حاسمة ، فقد يبدو للوهلة الأولى أن الأسهم باعتبارها أصولا حقيقية ، حين يتم تقويمها بالنقود الجارية لا بد وأن تستفيد من ارتفاع الأسعار وهو ما يحميها ضد خطر الاستهلاك والتناقص فى القيمة . هذه الميزة النظرية للأسهم ، بمقارنتها بالسندات التقليدية ذات العائد الثابت لا يؤكدها الواقع العملى. بعبارة أدق فقد تعاقبت فترات لم تكن أسعار الأوراق المالية قادرة على أن تعوض ولو جزئيا ، معدل التضخم . أيضا فى فترات أخرى كانت توقعات البورصة وتنبؤاتها – والذى ينعكس فى ارتفاع الأسعار – تعوض- أو تفوق – الانخفاض فى القوة الشرائية للنقود والأمثلة على ذلك كثيرة فى العديد من البورصات العالمية . وهو ما يتعارض مع منطق الرأى السائد القائل بأن الأوراق المالية هى وسيلة فعالة للحماية من آثار التضخم ، فقد ثبت عملا أن البورصة ليست وسيلة فعالة للحماية من آثار التضخم ، إلا إذا اختفى التضخم أو على الأقل عندما تتجه حدته إلى الانخفاض .

وقد اظهرت عدة دراسات مقارنة بين تطور اتجاه الأسعار القياسية بالبورصة الفرنسية ، وكذلك تطور الاتجاهات التضخمية ، عدم الارتباط بين الواقع الاقتصادى وبين البورصة فيما يتعلق بالتضخم . وقد

خلصت تلك الدراسات إلى أنّ ارتفاع الأسعار عموماً (التضخم) غير ملائم لارتفاع الأسعار فى البورصة . بمعنى أن قيم الأوراق المالية لا يمكن اعتبارها فى جميع الحالات قيم حمائية أو هروبية Valeurs refuges آمنة من الآثار التضخمية . والواقع أن هذا التناقض ظاهرى ويستدعى بعض الملاحظات دون أن نتعرض لدراسة آثار التضخم الاقتصادية :

أولا – بافتراض أن التضخم يعيد تقييم الأصول الإنتاجية للمشروعات فإنه يزيد أيضا من نفقة التجديد لرؤوس الأموال . وبخلاف التدابير المالية خاصة فإن الأقساط السنوية للاستهلاك والتى تغذى الموارد الموجهة للإحلال والتجديد لا تتوقف على أسعار التكلفة التاريخية، إذ تصبح غير كافية ، كما أن المشروع سيدفع ضرائب على أرباح جزئية أو وهمية .

ثانيا – ينعكس التضخم سريعاً على النفقة الجارية (الأجور، المواد الأولية ، سعر الفائدة ....الخ) . الأمر الذى يقتضى زيادة متناسبة فى أسعار البيع للمحافظة على هامش الربح ، الأمر غير الممكن إلا إذا كان وضع السوق يسمح بذلك ، ففى نظام تراقب فيه الأثمان بدقة لن يتحقق هذا الفرض الأخير إلا بعد فترة ولن يكون فى حالة تحققه إلا جزئيا.

ثالثا – تعد البورصة ، كما سبق ورأينا ، أداة للتنبؤ . وفيما يتعلق بالتضخم نلاحظ أن البورصة تكون أقل حساسية للمعدل اللحظى لتغير القوة الشرائية عن تطورها اللاحق والمحتمل ، وسواء تعلق الأمر بتسريع أو بإبطاء الاتجاه . وينبغى أن نلاحظ أنه فى حالة ما إذا كانت تنبؤات البورصة تتجه نحو الارتفاع ، فإن كل الأشخاص الاقتصادية سيتجهون فى نفس الاتجاه ، وبديهى أن نتيجة ذلك لن تكون لصالح أحد.

رابعا – الإسراع أو التعجيل بالتضخم ، أو بالأحرى استمراريته،

يمثل عنصر تهديد للمشروعات وخاصـــة فيمـــا يتعلـــق بتقيـــيمهم فـــى البورصة. وهذا التهديد مزدوج أو له حدان ، حيث أن السلطة العامـــة لا يمكن أن تغلب آلية الثمن تحت طائلة أزمات الصرف وصعوبات ميزان المدفوعات . فالتعجيل بزيادة الأثمان هو إذن مؤشر للتضخم بحيـــث أن هذه التعديلات ستضر المنتج أكثر من المستهلك ، وذلك عن طريق تحديد الأسعار ، وتقييد الإئتمان ، ورفع أسعار الفائدة .

وهكذا ، فالتنبؤ ابتداء من البورصة سيؤدى إلى ازدياد التضخم ، لا سيما وأن محاولة وضع قيود على هذا التضخم ستبوء بالفشل إلى حد ما ولن يترتب عليها إلا تأجيل محاولة التصدى له . وهذا كلـــه يوضـــح السلوك المتناقض للبورصة في مواجهة التضخم .

وفى مصر ، تكمن الأزمة فى ارتفاع وتسارع معدلات التضخم فى الاقتصاد المصرى منذ الثمانينات ، حيث أصبحت معـــدلات العائـــد على الودائع المصرفية وشهادات الاستثمار والأسهم والسندات (وغيرها من الأدوات المالية المتداولة من خلال القنوات الرســـمية) تـــدر عائـــداً حقيقيا سالبا ، ومن هنا كان نشوء وتضخم سوق المال غير الرسمى وكذا الهروب المنظم من الجنيه المصرى إلى الدولار الأمريكى كمخزن للقيمة وكأداة لتقويم وربط جانب هام من مدخرات القطاع العائلى .

٣-٣- السيولة :

يسود قانون "المنتجات تتبادل بالمنتجات" فى اقتصاد المقايضة ، سيادته فى اقتصاد السوق ، غير أن هذا التداول يتم عن طريق النقود فى اقتصاد المبادلة النقدية . ففى مرحلة النمو الكمى للاقتصاد القومى ، حيث تزداد كمية السلع والخدمات المنتجة والمتداولة فضلا عن ارتفاع القيمـــة الاسمية لها نتيجة زيادة الطلب عليها ، فإن تحقيق زيادة مماثلة فى أدوات الدفع تصبح ضرورة اقتصادية . فالمشكلة التى تبـــرز حينـــذاك تتعلـــق

بتحديد ماهية الأصول التى يمكن أن تعتبر أدوات دفع . ولعل هذا ما دفع "تيولين" إلى تقديم فكرته عن الجهد المالى Financial Strenth . ويعنى بها مجموع القوة الشرائية التى يعتبرها الأفراد والمشروعات أنها تحت تصرفهم أو حائزون لها ، وكذلك إمكانات الاقتراض المتاحة ، وهى فكرة متسعة تعبر عن المعنى العام للسيولة .

إن مشكلة السيولة العامة للاقتصاد لها فى الواقع جانبان : الأول يتعلق بتكوين السيولة وعناصر هذا التكوين أو ما نطلق عليه مرحلة التجميع . والثانى يتعلق باستخدام السيولة أو ما نطلق عليه مرحلة التوظيف الاستثمارى. والاتصال بين المرحلتين لا يمكن أن يتم دون تحديد دراسة طرق التمويل ، أو بمعنى آخر الأشكال والوسائل المختلفة لتحقيق التحول المستمر للقوة الشرائية من الوحدات ذات الفائض فى الموارد إلى الوحدات ذات العجز فى الموارد ، لأجل تمويل النشاط الاستثمارى.

ونلاحظ أن درجة أو مستوى السيولة العامة للاقتصاد ، أو بالأحرى التنبؤ بهذا المستوى ، يخص البورصة على مستويين :

* يخصها أولا من حيث أنه يعكس التنبؤات المتعلقة بأنشطة المشروعات المقيدة بالبورصة ، وبالأدق فيما يتعلق بالربحية ، فالنشاط والربحية مرتبطان ، من ناحية المبدأ ، بالقدرة على توفير الموارد النقدية. وعموما فالتنبؤات المتعلقة بالبورصة تكون مقلقة وغامضة كلما زادت حاجة الخزانة للممولين ، أو على الأقل كلما قلت مواردهم الموجهة للاستخدام فى البورصة .

وكما رأينا ، فإن المعاملة فى البورصة عملية خارجية - باستثناء حالات خاصة - عن الذمة المالية أو المركز المالى للشركة المعنية ، ولا تغير من سيولة البورصة . ولكن هذا ليس صحيحا إلا بشرط أن العائد أو حصيلة البيع يعاد استثماره سريعا بغير تأخير . هذه هى الحالة عندما

تستدعى الشركات حاملى الأسهم ، خاصة فى ظل تقييد الإئتمان . حينئذ يزداد عدد الأوراق المالية بينما تقل الموارد المالية لدى حاملى الأسهم وتجعلهم يعزفون عن الشراء . هذه الظروف غير المواتية للبورصة ليست نادرة – فغالبا ما تلجأ المشروعات المتعثرة ذات الصعوبات المالية إلى زيادة رأس المال . وفى مثل هذه الحالة ، فإن الضغوط المتعلقة بالبيع الاضطرارى يؤدى إلى خفض الثمن . وهنا يمكن القول أن البورصة ضحية سيولتها .

* من ناحية أخرى ، يؤكد تاريخ البورصات العلاقة بين مستوى سيولة الاقتصاد وتطور الأسعار . فمعظم فترات رواج البورصات كان يرجع إلى السياسات النقدية التوسعية أو على الأقل التخلى عن القيود النقدية المفروضة ، وأبرز الأمثلة على ذلك هو بورصة نيويورك فى أغسطس ١٩٨٢ . هنا أيضا لعبت الاعتبارات النقدية دورا هائلا . وجدير بالذكر أنه فى مصر لا نلحظ علاقة بين أهمية عامل السيولة والأسعار المسجلة بالبورصة . غير أن ذلك يرجع إلى انعدام الوعى الادخارى فى هذا المجال .

ولا ينبغى المبالغة هنا ، إذ فى الواقع يمكن ملاحظة فترات لم يلعب فيها عنصر السيولة هذا الدور المشار إليه . ففى الولايات المتحدة الأمريكية اتجهت أسعار البورصة فى "وول ستريت" إلى الارتفاع فى الفترة من ١٩٦٢ – ١٩٦٦ على الرغم من السياسة النقدية المقيدة . وحدث الاتجاه العكسى فى عامى ١٩٧٨ ، ١٩٧٩ بانخفاض البورصة على الرغم من السياسة النقدية التوسعية . حتى عندما تكون العلاقة بين سيولة الاقتصاد وسعر البورصة محددة ، فإنها لا تكون دائما متزامنة ، فقد يحدث أنه فى أثناء التنبؤ فى البورصة ، وهى وظيفتها بالطبع أن تتغاضى أو تسقط من تنبؤاتها التوسعات أو الإنكماشات النقدية ، كما لو كانت غير قادرة على التنبؤ بها ، أو على الأقل حذرة بالنسبة لها .

وعلى ذلك فعامل السيولة لا يقدم تفسيراً مقنعا لتغيرات أسعار البورصة على الرغم من أهميته وكونه أكثر العوامل اقناعا . فاحتمالية تأثيره تكون مرتفعة بشرط النظر إليه ضمن مجموع العوامل المؤثرة على البورصة .

٣-٤- سعر الفائدة :

لما كانت الأوراق المالية تمثل أصولاً مالية ، فمن البديهى أن تقييمها فى لحظة محددة يتوقف على سعر الفائدة السائد فى نفس اللحظة والذى هو ثمن النقود . ويبدو تأثير سعر الفائدة فى البورصة تحت أشكال مختلفة ومتعددة ، والتى يمكن أن نميز من بينها ثلاثة :

١- فهو أولاً عنصر هام فى نفقة المشروعات . وترجع هذه الأهمية إلى أن المشروعات عادة ما تلجأ إلى الإقتراض فى ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة من الاحتياطيات والأرباح المتراكمة وما تحوزه في خزينتها من أصول نقدية سائلة .

٢- بدون إعطاء أهمية كبيرة أكثر مما تستحق وللأسباب التى سبق وذكرناها ، تظل فكرة أن سعر البورصة يمثل القيمة الحالية Valeur actualisée لمال مستقبل (أرباح موزعة بالإضافة إلى قيمة الأصل فى نهاية مدة التوظيف) قائمة . فالقيمة المباشرة تتوقف على سعر الخصم Taux d'actualisation أو العائد المتحقق . هذا السعر هو بالطبع سعر الفائدة السائدة فى نفس اللحظة والمتعلق بالتوظيف لنفس الفترة. وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها، كلما أدى ذلك إلى انهيار الأسعار بالبورصة . هذا الأثر لسعر الفائدة على الأسعار يكون مستقلا عن ذلك الأثر المتعلق بما يباشره رفع سعر الفائدة على استغلال المشروعات L'exploitation des entreprises ولكنه يكون فى نفس الاتجاه . وهذان الأثران مجتمعان يمكن أن يؤديا إلى أزمة فى البورصة على مستويين، الأول عن طريق

خفض التوقعات المتعلقة بالأرباح ، والثانى عن طريق خفض معدل العائد المتوقع .

٣- فضلا عن ذلك يمكن إضافة أثر سعر الفائدة على المنافسة بين الأنواع الأخرى للتوظيفات والتى يمكن أن يتجه إليها المستثمر . فالمدخرون الراغبون فى توظيف أموالهم ، عليهم المقارنة بين العديد من أشكال التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض المعروف مقدما دون تحمل أية مخاطر ، وبين تحمل المخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة . تلك المقارنة ليست سهلة دائما ، ورغم ذلك فالتردد لن يدوم طويلا فى سنوات الرخاء . فأيا كان سعر الفائدة على السندات ستظل دائما سالبة تحت تأثير التضخم والاقتطاع الضريبى . وكما سنرى فإن ما يسود اليوم هو التنوع والتعقيد المتعلق بالمنتجات التى يتوالى ظهورها لحماية وتطوير سوق الأوراق المالية . وأيا كان الأمر ، فإن أى إصلاح جوهرى يرتبط بتوفير عائد موجب على تلك المدخرات التى يتم توظيفها. هذا التنافس الحديث للسندات فى سوق الأوراق المالية أصبح موضوعاً جوهريا وأساسياً ، فردود أفعال السوق تتبع بحذر تطور أسعار الفائدة . غير أنه فى هذا المجال فإن انخفاض سعر الفائدة يعتبر عاملا هاما فى نفس الوقت بالنسبة للأسهم والسندات . صحيح أن هذا الأثر آلى بالنسبة للسندات وبالتالى يمكن حسابه . أما بالنسبة للأسهم فالأثر يكون نفسياً ويتوقف على آراء حامليها وعلى مستوى الأسعار السائد فى البورصة ، فعندما يبدو السعر غير ملائم يظهر هنا دور المحكم . وهذا الدور الذى كان وهميا حتى عهد قريب ، أصبح اليوم ممكنا وضروريا لتوازن السوق ولصالح المدخرين .

خلاصة القول أنه إذا كان سعر الفائدة يتحدد بأربعة متغيرات : اثنان منهم لهما طبيعة نقدية وهما : دالة التفضيل للسيولة (الطلب على النقود) وكمية النقود المعروضة ، والآخران مرتبطان بالظروف الحقيقية

للنشاط الاقتصادى وهما الميل الحدى للإدخار والكفاية الحدية لرأس المال (عائده النقدى المقارن) ، فالسؤال الذى يثور هنا هو : ما هى كمية النقود التى تخصصها الأشخاص الاقتصادية المختلفة للتمويل والإقراض ، وما هى البواعث وراء هذا الفعل ؟ والإجابة هنا ترتبط بهيكل الأسواق النقدية واقعياً . فهذه الأسواق هى أسواق اقراض واقتراض ، وتهدف بعملياتها إلى تمويل النشاط الإنتاجى والتجارى للمجتمع خلال فترات زمنية معينة. وإذا كان هذا هو الجانب الإيجابى والمباشر لهذه الأسواق فمن الطبيعى أن تتغير الدوافع والبواعث خلف هذه العمليات وراء تصرفات الأشخاص الاقتصادية . فالطلب على النقود لا يتوقف فقط على التفضيل للسيولة ، وإنما أيضا على ظروف الاستثمار واحتياجاته .

باختصار فإن معدل العائد المتوقع لأى أصل من الأصول المالية يتكون من ثلاثة أجزاء رئيسية هى : إيرادات الفوائد ، الكسب أو الخسارة الرأسماليين المتوقعين نتيجة لارتفاع أو انخفاض السعر السوقى للأصل المالى ، والخسارة أو الكسب الرأسماليين المتوقعين نتيجة للتغير فى سعر الصرف . ويجب ملاحظة أنه فى وقت اتخاذ قرار الاستثمار فإن المستثمر عادة ما يهتم بمعدل العائد الذى سوف يحصل عليه ، ويستطيع حساب الكسب أو الخسارة الرأسماليين بالفرق بين القيمة الاسمية للصك والسعر المدفوع . فإذا كانت هناك فرصة ، فإنه سيبيع الصك قبل حلول تاريخ استحقاقه ، وبالتالى يمكنه فقط تقدير الكسب أو الخسارة الرأسماليين التى سيتحملها . وبما أنه لا يعرف مقدما ماذا سيكون عليه سعر الصرف خلال فترة الاحتفاظ بالأصل ، فإنه يمكنه التخمين فقط عند ذلك .

وفى مصر ، هناك جانبا لا يستهان به من الأوراق المالية مقوماً بالدولار ، ومن ثم فإن تحركات الأسعار فى سوق الصرف لها تأثير سريع فى سوق الأوراق المالية . ومن هنا فإن تطوير سوق الصرف

يعتبر مطلبا أساسياً لتطوير سوق التمويل . كذلك فالملاحظ فى السوق المصرى هو تعدد العملات التى يتم بها تقويم رأس مال نفس الشركة أو المشروع . ويتطلب تطوير سوق التمويل هنا تقليل دور العملات الأجنبية - ولاسيما الدولار - بالتدريج فى اقتصادنا القومى والعودة إلى تقويم الأوعية المتعامل عليها بالجنيه المصرى ، وإيجاد الحوافز التى تدفع المدخرين إلى تحويل الودائع بالعملات الأجنبية إلى ودائع بالعملة الوطنية.

٣-٥- الضرائب :

تعتبر الضرائب ، كما فى العوامل السابقة ، عنصراً مؤثراً فى سلوكيات البورصة ، لكن هذا الأثر ليس أكثر من سابقيه ، إذ يختلف بالظروف التى تتم فيها . إذ يمكن أن تمر دون أى إثارة فى ظروف ميسرة ، لكن أيضا يمكن أن يكون لها صدى مبالغ فيه فى ظروف أخرى، إلا أنها لا يمكن أن تمر دون تعليق حيث أنها هى التى تحدد نصيب المساهم من الربح المحقق للمشروع .

وهكذا فحقوق الدمغة المحصلة على عمليات البورصة والضرائب من دخل الأوراق المالية ، لها أثر مباشر على نفقة التداول وعلى عائد الأصول المالية ، وبالتالى على أسعارها فى إطار ما يمكن تسميته رسملة لدخل هذه الأوراق المالية . والضرائب على الشركات التى تمس الأرباح ، وتخفض بالتالى الأرباح الموزعة على السهم تؤثر على الأسعار . لكن فى الجانب المقابل ، الضريبة على الأرباح المحجوزة للاحتياطى والتى تدفع بالمشروع إلى زيادة الجزء من الأرباح الموزعة على المساهمين يكون من شأنها التأثير العكسى ، حيث أن الأرباح الموزعة وبالتالى ربحية السهم يمكن أن تزداد . وليس مؤكدا أن الضريبة على الثروات الكبرى يكون لها تأثير سلبى على الأسعار .

يبقى أن نقول أن البورصة تكون حساسة وسريعة التأثر

بالاتجاهات التى تظهر فى مجال الضرائب خاصة كل سنة ، فى فترة التصويت على الميزانية أو فى أوقات تغير الوزارات ، إذ تحاول أن تخترق النوايا الحكومية دائما . الأمر الذى ينعكس على الأسعار فى البورصة . فتستطيع السلطات وعن طريق السياسات المتعلقة بالضرائب والاحتياطيات ، أن تخفض أو ترفع من الأرباح المعلنة وبالتالى الخاضعة للضريبة ، كما يمكنها أيضا أن تخلق ضرائب جديدة أو تلغى ضرائب أخرى قديمة أو تحد من تأثيرها .

وفيما يتعلق بالسوق المصرية ، لا شك أنه من بين الأسباب التى أدت إلى ضعف السوق المالية ازدواجية الضرائب وارتفاع أسعارها كذلك كثرة الشركات المساهمة المنشأة كشركات مغلقة واقتصارها فى التعامل على العمليات التطبيقية دون أن تطرح أسهمها للاكتتاب العام . وقد لجأت الشركات لذلك للحصول على المزايا الضريبية التى تمنح لشركات الأموال ، ومثال ذلك الإعفاء من نسبة الضريبة النوعية توازى سعر الفائدة السنوى المعمول به على الودائع المصرفية ، وتخفيض رسم الدمغة النسبى على التعامل ، وإعفاء نصف صافى الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة العامة على الإيراد .

٣-٦- عناصر التقويم المتعلقة بورقة مالية محددة :

بالإضافة إلى مختلف العوامل التى تؤثر فى مجموع السوق وعلى أسعار الأوراق المالية لنفس القطاع الاقتصادى ، ومدى سلامة المركز المالى للمشروعات ، توجد عناصر ذات علاقة خاصة بالورقة المالية نفسها يمكن تصنيفها كالآتى : الربحية ، وأهمية الاحتياطيات ، والزيادة فى القيمة الرأسمالية للسهم ، وهيكل السوق الخاص بهذه القيمة .

٣-٦-١- الربحية :

يعتمد التعامل أساسا فى بورصة الأوراق المالية وخاصة فى مجال تحديد الأسعار السوقية للأسهم المتداولة على مقدار توزيعات

الأرباح على المساهمين فى شكل "كوبونات" بحيث يرتفع أو ينخفض السعر السوقى للورقة المالية وفقا للعائد السنوى . ومن المهم تحديد القيمة السوقية التى يحسب على أساسها صافى الكوبون الموزع بحيث تمثل نسبة الكوبون الموزع إلى القيمة السوقية ، العائد السنوى للسهم .

ومن أهم المؤشرات العالمية لقياس سعر السهم هو المؤشر المعروف بـ: Price Earning Ratio: PER والذى يربط بين القيمة السوقية فى تاريخ معين وربح السهم السنوى ، سواء كان هذا الربح موزعا جزئياً على شكل كوبون ، أو محتجز على شكل احتياطيات ، أو أرباح محتجزة . ويعتبر هذا المؤشر معياراً ملائما لتقرير ما إذا كان السهم قد حدثت مغالاة فى قيمته السوقية أو على العكس حدث انخفاض فيها. وارتفاع هذا المؤشر عن معدل الشركات المنتمية إلى صناعة واحدة يعنى إما أن السهم مغالى فى تقييمه أو أن ثقة السوق فى مستقبل الشركة عالية . وتصدق الملاحظات العكسية عندما يكون هذا المؤشر منخفضا بدرجة غير عادية .

ومن الأمور التى استقر الرأى عليها فى بورصات الأوراق المالية فى أوروبا الغربية والولايات المتحدة الأمريكية أن المؤشر الذى يدور حول ١٢ إلى ١٣ مرة لشركة جيدة يعتبر مؤشراً صحيا ويحسب على الأساس التالى :

$$\text{معدل عائد الثمن} = \frac{\text{سعر السوق}}{\text{العائد بالنسبة لكل سهم (أو حصة)}}$$

$$\text{عائد كل سهم (أو حصة)} = \frac{\text{الربح الصافى بعد خصم الضرائب}}{\text{عدد الأسهم (أو الحصص)}}$$

ويمكن حساب هذا المؤشر على مستوى القطاع ، وكذلك يمكن

حسابه على مستوى السوق فى تاريخ معين .

وفى مصر ، نجد أن الشركات الجيدة والناجحة التى يساهم فيها القطاع العام مع القطاع الخاص والخاضعة للقانون رقم ٩٧ لسنة ١٩٨٣ ينخفض هذا المؤشر انخفاضا غير عادى بسبب الانخفاض الملحوظ فى السعر السوقى لأسهمها عن القيمة الحقيقية للسهم ، وفى بعض الحالات ينخفض هذا المؤشر إلى ما يقرب من واحد صحيح . وبدراسة أسباب هذه الظاهرة اتضح أن هذه الشركات الناجحة تقوم باحتجاز غالبية أرباحها فى شكل احتياطيات وأرباح مرحلة ، مما أدى إلى أن القيمة الدفترية للسهم Book Value per Share وفقا لصافى حقوق المساهمين ترتفع فى بعض الحالات إلى ما يقرب من ثلاثين مرة قدر القيمة الاسمية وحوالى خمس مرات قدر القيمة السوقية فى بعض الشركات ، مما أدى إلى انخفاض ملحوظ فى نسبة التوزيعات على المساهمين من صافى الربح السنوى . وعلى ذلك فإن القيمة الدفترية للسهم تعتبر مرشداً فى هذا المجال . وتحسب قيمة السهم الدفترية عن طريق قسمة صافى حقوق المساهمين على عدد الأسهم .

وفى تحليل احصائى للتعرف على مقياس العائد السنوى الأكثر فاعلية فى التأثير على مقدار ما يدفعه المشترون المحتملون فى شراء الأسهم فى السوق المصرية اختلفت الآراء فى تحديد المعيار ، هل هو صافى العائد أو إجمالى الفائض القابل للتوزيع قبل الضرائب . وقد تم التوصل إلى حقيقتين جوهريتين . فمن ناحية أوضح التحليل أن المشترين يقومون بصفة رئيسية بتقييم أسهم الشركات المختلفة على أساس عائد أسهمها ، أو بعبارة أخرى ، فإنه يبدو أن المشترين عند تقدير قيمة الأسهم لا يعطون أهمية كبيرة لباقى إجمالى الفائض غير الموزع على الأسهم ، حتى لو كان هذا الباقى سيتبقى لدى الشركة فى صورة أرباح محتجزة مما يضيف إلى حقوق ملكية المساهمين . ولذلك فإن أحد

الشروط الأساسية للنجاح فى إصدار أسهم جديدة هو أن تقدم تلك الأسهم عائداً صافياً جذاباً (بعد الضريبة) . ومن ناحية أخرى ، أوضح التحليل أنه يمكن زيادة السعر الذى سيدفعه المشترون لأسهم الشركة إذا ما أمكن للشركة أن تزيد نسبة الموزع من دخلها كعائد صافى على الأسهم إلى إجمالى هذا الدخل .

٣-٦-٢- أهمية الاحتياطيات :

تمثل احتياطيات الشركة عنصراً أساسياً لتكوين ثمن الأسهم ، غير أن أثرها أقل أهمية من الأرباح الموزعة . وتظهر أهمية الاحتياطيات فى فترات انخفاض البورصة وفى حالة تصفية المشروعات. فعادة ما تجئ تصفية المشروع فجائية ، ويرجع ذلك فى الكثير من الحالات إلى تعثر المشروع المالى والذى يتلازم فى معظم الحالات مع الاختفاء شبه التام للاحتياطيات . وعلى ذلك فإن احتياطيات الشركة تؤخذ فى الاعتبار ، حيث أنها تعتبر ضمانا لاستقرار الأرباح الموزعة ، فى المقام الأول ، ولأنها تتيح ، فى مقام ثان ، للمشروع إمكانية اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إدماج الاحتياطيات الأمر الذى يؤثر ايجابيا على أسعار الأوراق المالية . بيد أنه ننوه هنا العديد من المشاكل . فالمشترى عادة ما يدفع مبلغ أكبر لشراء أسهم الشركة إذا ما تمكنت من زيادة النسبة من دخلها التى توزع فى شكل عائد صاف على الأسهم . وإحدى الطرق التى يمكن للشركة أن تفعل بها ذلك هى تخفيض الاحتياطيات الاختيارية والخاصة بالمشروع . ويعد العنصر الاختيارى الوحيد فى هذا النظام لتخصيص الفائض هو المخصصات بخلاف الإهلاك واحتياطيات المشروع . فإذا ما رغبت شركة ما فى زيادة هذه الاحتياطيات سيترتب على ذلك تخفيض إجمالى وصافى عائد الأسهم ، وتخفيض أنصبة العاملين ، وتخفيض كافة المخصصات الإجبارية الأخرى ، وزيادة الأساس الضريبى ومن ثم تزيد ضريبة

الدخل على الشركة وبالتالى تخفض ضريبة الدخل المحتجزة على عائد الأسهم.

٣-٦-٣- القيمة الرأسمالية للسهم :

تتوقف قيمة الأسهم فى التداول على معدل الزيادة أو النقصان فى القيمة الرأسمالية للسهم ، حيث أن عائد الاستثمار للمساهمين الحاليين أو الاحتماليين لا يقتصر فقط على نسبة توزيع "الكوبون" إلى قيمة السهم السوقية ، ولكن أيضا على الزيادة المستمرة فى القيمة السوقية للسهم فى التداول ، وتحسب هذه الزيادة أو النقص شهريا كالآتى :

$$\frac{\text{سعر الإقفال فى نهاية الشهر} \times ١٠٠}{\text{سعر الفتح}} - ١٠٠$$

وقد تنشأ التغيرات فى قيمة السهم نتيجة تغيرات أسعار الفائدة أو المستوى العام للأسعار .

٣-٦-٤- اتساع السوق :

من المعلوم أن زيادة عدد المشترين يحدث ضغطا ناتجا عن طلبات الشراء مما يؤدى إلى ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية فى سوق التداول . كما أن زيادة عروض البيع يؤدى إلى هبوط القيمة السوقية وفقا لقانون العرض والطلب . لذا فإن معدل نشاط السهم فى سوق التداول يؤثر فى سعره . كذلك فإن ما يهم فى سير سوق الأوراق المالية ليس مجموع العرض والطلب وإنما العلاقة بين هذه العناصر . ففى سوق ضيق يكفى عدد قليل من عمليات الشراء أو البيع حتى يحدث ارتفاع أو انخفاض محسوس فى الأسعار . عكس الحال فى السوق المتسع، فإن كميات كبيرة من الأوراق المالية يمكن أن تتم عليها عمليات تبادلية دون أى أثر يذكر على الأسعار نظرا للعدد الكبير المتداول يومياً.

وجدير بالإشارة هنا أن عمليات الاكتتاب فى إصدارات الشركات

لا تحدد مالكى الأوراق المالية النهائيين . فلابد من العديد من التبادلات وخلال فترة زمنية طويلة حتى تصل تلك الأوراق إلى أيدى من ليس لديهم النية فى إعادة بيعها للحصول على ربح ، وإنما يستهدفون مجرد الاحتفاظ بها لتنويع حافظة الأوراق المالية بغرض الحصول على دخل منتظم . وعندما يكون الأمر كذلك يقال أن الورقة المالية "مصنفة" . وننوه بأن سوق الورقة المالية يكون أكثر أو أقل استقراراً – انخفاضاً وارتفاعاً – تبعاً لما إذا كانت الورقة مصنفة أم غير مصنفة .

٣-٧- العمليات المالية :

العمليات المالية الرئيسية التى يمكن أن تؤثر على الأسعار هى زيادة رأس المال النقدى المدفوع ، عن طريق الحصة العينية ، أو عن طريق إدماج الاحتياطيات ، أو عن طريق إصدار السندات .

فتحقيق زيادة رأس المال العينى يؤثر على أسعار الأسهم من خلال حق الاكتتاب . وهذا الأثر يختلف تبعاً لما إذا كان الأمر يتعلق باتجاه البورصة نحو الارتفاع أو الانخفاض . فمن ناحية ، لو أن البورصة تتجه للارتفاع فإن زيادة رأس المال تزيد الطلب من جانب المساهمين أملاً فى استمرارية الأرباح الموزعة بعد الزيادة . ومن هنا يميل سعر السهم بعد الزيادة لأن يقترب من سعره قبل التنازل عن حق الاكتتاب ، الأمر الذى يسمح للمساهمين بتحقيق فائض قيمة يعادل قيمة هذا الحق. ومن ناحية أخرى ، لو أن البورصة تتجه نحو الانخفاض سيتجه مالكو الأسهم إلى بيعها وتتجه الأسعار إلى الانخفاض .

أما زيادة رأس المال عن طريق إدماج الاحتياطيات ، ففى فترات الرخاء، وكما سبق ورأينا ، فإن ذلك يؤدى إلى ارتفاع الأسعار فى البورصة نظرا لحالة التفاؤل التى تسود السوق مما يؤدى بالضرورة إلى زيادة رسملة البورصة .

أما زيادة رأس المال عن طريق اندماج الشركات ، فإن أثرها

سوف يتوقف على كفاءة الأدوات المالية الجديدة الموضوعة تحت تصرف الشركة محل الاعتبار وانعكاساتها على نتائج الاستغلال . فالمعلومات المتوفرة يمكن أن تؤدى إلى تحركات هامة لأسعار الشركة المندمجة والأخرى الدامجة لها . عموما فإن عمليات التحكيم هنا سوف تؤدى إلى أن يظهر سعر جديد بين السعرين السائدين لأسهم الشركتين قبل الإندماج .

كذلك فإن إصدار سندات تقليدية من شأنه وضع رؤوس أموال جديدة تحت تصرف المشروع ، الأمر الذى يؤدى إلى جذب انتباه الجمهور له ، وهو ما يمكن أن يؤدى إلى زيادة أسعار الأسهم . كذلك الحال عند اصدار سندات قابلة للتحويل لأسهم فإنها تؤثر فى الأسعار فى ظل حرية اختيار المدخر بين نوعين من القيم . وهنا تدخل العديد من الاعتبارات عند المدخر منها : الجزء السنوى المباشر القابل للتحويل إلى أسهم ، وأشكال التحويل ، والاكتتاب ...الخ . كذلك فإن التقييم السنوى سيؤدى بالمدخر إلى الاتجاه نحو الأسواق الأخرى معدلاً لعبة العرض والطلب فى كل سوق .

٣-٨- العناصر الفنية :

إلى جانب تلك العناصر والتى تتميز بتدفق أو بانحسار رؤوس الأموال والأوراق المالية ، توجد العديد من العناصر الفنية والتى ترتبط بآلية البورصة ذاتها . ومن بين تلك العناصر ، يمكن أن نذكر أثر بعض طرق إدارة حافظة الأوراق المالية وعنصر التوقع أو عنصر المبالغة .

وبعد هذا العرض المسهب لبعض العناصر التى تؤثر على سوق الأوراق المالية ، فإن قائمة المؤثرات لم تكتمل . إذ لم نذكر شيئا عن التقدم الفنى والذى يغير من موقف المشروعات ، كذلك لم نتطرق إلى عنصر المنافسة الدولية ، أو المعايير الحمائية ، أو الظروف الاجتماعية، أو الصراعات الداخلية غير المتوقعة ...الخ. عموما يعد أى إدعاء

بإحصاء كل العناصر المؤثرة على أسعار الأوراق المالية وليد المبالغة وحدها.

وإزاء تعدد تلك العوامل المؤثرة تثور التساؤلات التالية : هل يجب العدول – لعدم القدرة – عن كل أمل لفهم أو تفسير عمل البورصة؟ وهل يمكن قبول الفكرة القائلة بأن الأسعار فى البورصة هى الثمرة الوحيدة للصدفة والتى تمثل الأشخاص الاقتصادية فيها الأدوات الرئيسية غير الواعية ؟

بداءة لا يمكن أن يكون عمل البورصة إلا انعكاسا لهيكل السوق. فمن المؤكد أن اتجاه السوق فى فترة زمنية محددة يمكن اعتباره كمحصلة لمجموعة من العناصر أكثر أو أقل ارتباطا بعضها ببعض . ومن هنا نستطيع ادراك صعوبة التنبؤ – على الأقل فى الأجل القصير – وكذلك ادراك اتساع مدى تحركات الأسعار فى مثل هذا الإطار المعقد والمتشابك السلوك .

والخلاصة أن المخاطر المرتبطة بالتوظيف فى البورصة هامة . وللحد منها فإن معرفة الأسباب الرئيسية للتغير فى الأسعار ضرورية وهامة. لمعرفة هذه التغيرات يجب التفرقة بين كل من القيم ذات العائد الثابت وتلك ذات العائد المتغير .

٤- تغيرات القيم ذات العائد الثابت :

لما كان حائزو السندات يحصلون على فوائد ، فإن المغرى لهؤلاء ليس العائد الإسمى ، وإنما العائد الحقيقى . وعلى ذلك سوف تتأثر عوائد السندات بمعدلات الفائدة . وتكون أسعار السندات حساسة لتغيرات أسعار الفائدة . والأمر يتعلق بالسوق النقدى والسوق المالى والتضخم . وترتبط هذه الحساسية بالقرض (مدته – آجال السداد...الخ). أيضا تتوقف أسعار السندات على قرارات الدولة وسياساتها الاقتصادية،

طبقا لما إذا كانت تؤدى إلى ارتفاع أو انخفاض العائد المالى للأوراق المالية المشتراه . فإذا خففت أو أثقلت الدولة بالضرائب على الفوائد وفوائض القيمة ، فإن عوائد السندات ستتغير بنفس القدر ، وهو ما يولد تغيرا فى الأسعار كنتيجة منطقية لتغير الربحية المحتملة للسند . وهذا هو الحال أيضا إذا ما شجعت الدولة الادخار طويل الأجل ، أو اتخذت من المعايير ما يساعد على تحرير رأس المال ويصبح بالتالى متاحا للسوق المالى . أيضا يمكن أن يؤثر تطور الأسواق التمويلية الدولية الأخرى فى أسعار السندات الوطنية . فواقع الأمر أن تلك السندات الأخيرة سيكون الطلب عليها منخفضا لو كانت هناك بدائل منافسة فى الأسواق الأجنبية، ويكون المشروع أيضا مصدراً لعوامل تؤثر فى أسعار السندات ، فكل العوامل التى يمكنها - فى الأجل القصير أو الطويل - إعاقة استمرارية نشاط المشروع أو قدرته على السداد تؤثر بالسلب على سعر الورقة . يضاف إلى ذلك الوضع التنافسى للسندات مع الأسهم ، فزيادة الأرباح الموزعة أو ارتفاع أسعار الأسهم يخفض من أسعار السندات .

٥- تغيرات القيم ذات العائد المتغير :

لما كان العائد المباشر للأسهم هو الأرباح الموزعة ، فكل حقيقة أو معلومة فى سوق التمويل تتعلق بمستوى الأرباح سوف تؤثر على أسعار الأسهم . فالمصادر الأولى لتغيرات أسعار الأسهم ترتبط بالمشروع، ومن بين أهمها نذكر : النتائج السابقة للمشروع ولكن أيضا المتوقعة ، وتطور رقم الأعمال ، والصادرات ، والربحية الاقتصادية للمال الخاص المحققة والمستقبلة ، والتوقع على نوع قطاعه (تكنولوجيا- تسويق...الخ)، والنمو المعلن والمنتظر ، وأهمية ونوعية المعلومات المنشورة، و.P.E.R وهو مقياس للتقويم السوقى للورقة المالية ويعبر عن عدد المرات التى يكون الربح فيها متضمنا فى السعر ، فارتفاع الـP.E.R يتناسب مع سعر الورقة المالية - السهم - ويدل على ارتفاع

قيمته . وتؤثر الصورة الاجتماعية والمالية والتجارية للمشروع ، ذات النتائج المستقبلية المباشرة وغير المباشرة ، فى فاعلية البورصة . ولما كان المشروع يعيش فى نظام أكثر اتساعا ، فكل معلومة ، أو كل تغيير فى الاقتصاد القومى أو الدولى يمكن أن يؤثر على سير الأعمال سيؤخذ فى الاعتبار بالنسبة للبورصة . حيث تكون البورصة حساسة للقرارات الحكومية على ربحية المشروعات ، والضرائب ، ومستوى عجز الميزانية ، وللتغيرات السياسية والاجتماعية ...الخ . فكل ذلك يؤثر فيها تأثيرا كبيراً .

من كل ما تقدم يتضح لنا التأثيرات المتبادلة بين السياسات الاقتصادية والسياسات النقدية والائتمانية والمالية ، وبين السياسات الاستثمارية سواء للقطاع العام أو الخاص ، ويرجع ذلك إلى التأثيرات المباشرة لكل من هذه السياسات على النشاط الاستثمارى سواء من ناحية توفير المال اللازم لتأسيس الشركات ، أو نجاح الشركات وتحقيقها الأرباح المجزية ، أو اتجاه الاستثمارات نحو القنوات الاستثمارية المختلفة.

المبحث الثالث

دور البورصة فى تمويل النشاط الاستثمارى

يتضح مما سبق أن وراء البورصة توجد المشروعات . السؤال الذى يطرح نفسه يرتبط بما يمكن للمشروعات أن تحققه وتستفيده من بورصة الأوراق المالية. فلو أن المدخرين يعرضون مدخراتهم لشراء الأسهم والسندات ، فذلك لوجود آخرين فى حاجة لرؤوس الأموال لتسيير نشاطهم . فبالنسبة للمشروع ، يعد الحصول على رؤوس الأموال هو الوظيفة الأولى للبورصة . لذا يجب أن يكون المشرع مقيداً بها ؟ فكيف يمكن قيد المشروع فى البورصة ؟ وما هى العلاقة التى تربط بين البورصة وبين المشروع المقيد بها ؟ وكيف يحقق هذا القيد للمشروع الحصول على التمويل سواء الأولى أو الثانى ؟ ذلك ما سنحاول الإجابة عليه فى الصفحات القادمة ، وعليه ينقسم هذا المبحث إلى أربعة أقسام رئيسية هى على التوالى :

١- قيد المشروع فى البورصة.

٢- دور البورصة فى التسييل والإصدار التمويلى .

٣- البورصة وعمليات التقارب .

٤- تطوير وتنمية بورصة الأوراق المالية المصرية .

١- قيد المشروع فى البورصة :

لا يمكن للمشروع أن يقيد فى سوق البورصة إلا إذا كان له الشكل القانونى لشركة مساهمة . وباستعراض بعض المعايير المستخدمة فى بعض البورصات الأمريكية والكندية والأوروبية بشأن قيد الأوراق المالية للشركات بهذه البورصات نجد تشدداً واضحاً عند قيد الأوراق ، إذ توجد معايير وضوابط مالية واقتصادية تحكم عملية قيد الأوراق المالية وتجديد هذا القيد .

فباستقراء معايير القيد فى بعض بورصات الولايات المتحدة الأمريكية وكندا ، يتضح أنها قد اشترطت توافر قدراً محدداً لكل من الأصول سواء كانت إجمالى الأصول أو صافى الأصول المملوكة ، وكذلك قدراً محدداً لأرباح الشركات ، وكذلك القيمة السوقية للأسهم باعتبار أن الأسهم يتم قيدها بسعر السوق وليس بالقيمة الاسمية ، كما هو مقرر فى بورصات الأوراق المالية المصرية ، فضلاً عن عدد الأسهم الممكن تداولها وعدد المساهمين. وقد أضافت بعض البورصات العالمية معايير أخرى تتمثل فى مدى كفاية صافى رأس المال العامل لمواجهة حاجات المشروع وقدر محدد لحقوق الملكية . وفى جميع الأحوال ينظر إلى الشركة من ناحية مدى استمرارها فى تحقيق هذه المعايير المالية ، فضلا عن الضوابط الخاصة بمستوى الفائدة القومية للشركة ومدى مساهمتها فى تحقيق تلك الأهداف ، ومركز الشركة واستقرارها ومدى مساهمتها فى التوسع والنمو الصناعى فى حالة الشركات الصناعية .

وجدير بالذكر هنا أن تحديد حد أدنى لعدد المساهمين الذين يحملون حداً أدنى من أسهم الشركة يضمن استمرارية التعامل على أسهم الشركة. كما أن تحديد الحد الأدنى لعدد الأسهم المتداولة بين الجمهور يضمن استمرارية التعامل فى البورصة ، وقد أدى غياب هذين الشرطين فى القيد بالبورصة المصرية إلى الحد من نشاط السوق وفقدان السهم لصفة السيولة التى يجب أن يتمتع بها .

١-١- أهداف القيد :

يتيح قيد المشروعات فى البورصة أهمية مزدوجة لكل من المشروعات المقيدة والمساهمين . فبالنسبة للمشروع يمثل الهدف الأول زيادة الموارد المالية سواء من حيث النوع أو من حيث كم التدفقات وذلك بما يتيحه القيد للمشروع من اللجوء إلى تعبئة المدخرات . كذلك فإن القيد فى البورصة يحسن من صورة المشروع Son image de marque فى

مواجهة الجمهور ، فضلا عن مساهميه الأول (مقدمى رؤوس الأموال)، أى بسط شهرته ، الأمر الذى يحقق له مكاسب تجارية . كذلك فإن نجاح سياسة قيد المشروع يعزز إمكانية نموه وذلك بتوفير الإمكانات التمويلية له.

وفيما يخص المساهمين الأوائل ، يتيح لهم قيد المشروع فى البورصة تحقيق أهدافهم ، والتى تدور حول ثلاثة محاور رئيسية : تنويع الذمة المالية ، وتحقيق فائض قيمة ، وزيادة حركة رؤوس أموالهم . وهذه الأهداف لا تتعارض مع تلك الخاصة بالمشروع . إذ يتوافق كلا الهدفين مع ضرورة نمو المشروع . غير أن قيد المشروع بالبورصة ليس سهلا وإنما تحفه المخاطر ويثير العديد من المشاكل .

١-٢- مشاكل القيد والتسعير :

يتم قيد المشروع فى البورصة فى كل دولة على مراحل متعددة، وينبغى ملاحظة ضرورة الدقة عند إعداد القيد حتى تؤتى هذه العملية ثمارها المنتظرة . فتوافر المعلومات الكافية والإفصاح المحاسبى السليم فى مجال تقييم أعمال الشركات عند قيد أوراقها المالية بالبورصة يساهم فى نجاح عملية القيد . يستوى فى ذلك أن يتعلق الأمر بالمستثمرين أو بالشركة أو بالمجتمع بصفة عامة .

وبداءة ، تلعب البنوك فى هذا المجال دوراً هاماً ، إذ تقوم بإعداد الدراسات اللازمة عن سوق البورصة ، ونشر المعلومات المتعلقة بالمشروع، واتخاذ الإجراءات الرسمية قبل الهيئة المشرفة على البورصة. كذلك فإن تحديد ميعاد القيد يعتبر عاملاً هاماً إذ يجب أن تكون السوق مهيأة لتقبل الأوراق المالية المطروحة وسواء تعلق الأمر بقطاع النشاط أو حجم الادخار المطلوب أو الفجوة الزمنية ...الخ. فالمشكلة الكبرى التى ينبغى التغلب عليها يوم القيد تتعلق بتثبيت الثمن . إذ عادة

ما تتعارض رغبة البنوك فى إتمام عملية القيد عند سعر يوفر عائداً مجزياً للأسهم المتنازل عنها ، والبائعين الباحثين عن فائض قيمة فى الزمن القصير ، ورغبة البنك فى جذب المدخرات مع إمكانية تحديد سعر متزايد للصك . أى أن المشكلة هنا تتمثل فى تحديد السعر الذى يوفق بين أهداف البائعين والمشترين . فى مواجهة سعر العرض هذا يوجد سلوك الطلب، وبالطبع يرتبط سلوك الطلب بسعر العرض. ولكن هل سيقبل السوق السعر المحدد أم سيرفضه ؟ وهل ستعتبر كمية الصكوك المعروضة كافية أم على العكس ، وهو الوضع الأكثر خطورة ، ستزيد الكمية المعروضة على الكمية المطلوبة ؟ باختصار تتعلق المشكلة بردود فعل السوق فى مواجهة سعر العرض . فيتوقف تحديد سلوك الطلب على العديد من العوامل إلى جانب الثمن ، مثل طبيعة المعلومات المتاحة عن الشركة ومدى ثقة السوق فيها ...الخ ، وبوجه عام يتوقف تحديد السعر السائد على ردود فعل السوق وحدتها .

ونشير هنا إلى أنه إذا كان وسبق قيد المشروع خارج المقصورة -الجدول المؤقت - فإن القيد فى المقصورة - الجدول الرسمى - لن يثير مشاكل لتحديد السعر ، ولاسيما إذا كانت فترة القيد الأولى سمحت بتحديد سعر مستقر . ولن تكون هناك إلا تقلبات طفيفة فى السعر الجديد عند القيد .

ويلاحظ أن فن قيد المشروع فى البورصة عملية حساسة للغاية ، وقد يعرض فشل هذا القيد المشروع إلى العديد من المخاطر لعدد من السنوات، ويحول دون الوصول إلى تحقيق الأهداف المرجوة من هذه العملية. غير أنه فى المقابل ، تتيح عملية القيد للمشروعات إمكانات تمويلية هائلة ، فضلا عن أن زيادة عدد المشروعات المقيدة تساهم مساهمة فعالة فى تطوير سوق البورصة .

٢- دور البورصة فى التسييل والإصدار التمويلى :

مما سبق يتضح لنا مدى وحجم رؤوس الأموال التى يمكن أن توفرها البورصة ولأى من المشروعات تقدم . والسؤال الذى يثور هنا هو: كيف ولماذا تلجأ المشروعات إلى سوق الأوراق المالية ؟ بداءة يكون أمام أى مشروع فى حاجة إلى رؤوس أموال ومقيد بالبورصة الخيار بين سياستين وهما : الإستدانة ، أى اقتراض رؤوس الأموال ، أو زيادة رأس المال بصورة مباشرة أو غير مباشرة .

٢-١ الإقتراض عن طريق السندات :

يميز عند التحليل المالى للبورصة بين الاستثمار وتمويله . فاللجوء إلى سوق المال يؤدى إلى تعديل هيكل الأموال الدائمة Structure des fonds permanents ، الأمر الذى يعدل من ناحية المخاطر الاقتصادية للمشروع ، ومن ناحية أخرى قدراته التمويلية .

والإقتراض ليس فقط تمويل استثمار ، بل هو استخدام قدرة على الإستدانة ، والذى عن طريقه سوف تنخفض القدرة عليه ، فعقد القروض يؤدى إلى خفض الطاقة على عقد قروض جديدة . وسوق المال ينظر إلى أى مشروع فى حاجة لرؤوس الأموال تبعا لظروف نموه وتبعا لإمكانية تطور القطاع الذى ينتمى إليه . ونتيجة لذلك فإن كل برنامج للاقتراض يتم تحليله طبقا لإنعكاساته على هذه الحاجة المستمرة ، أى طبقا لنوعين من المخاطر وهما :

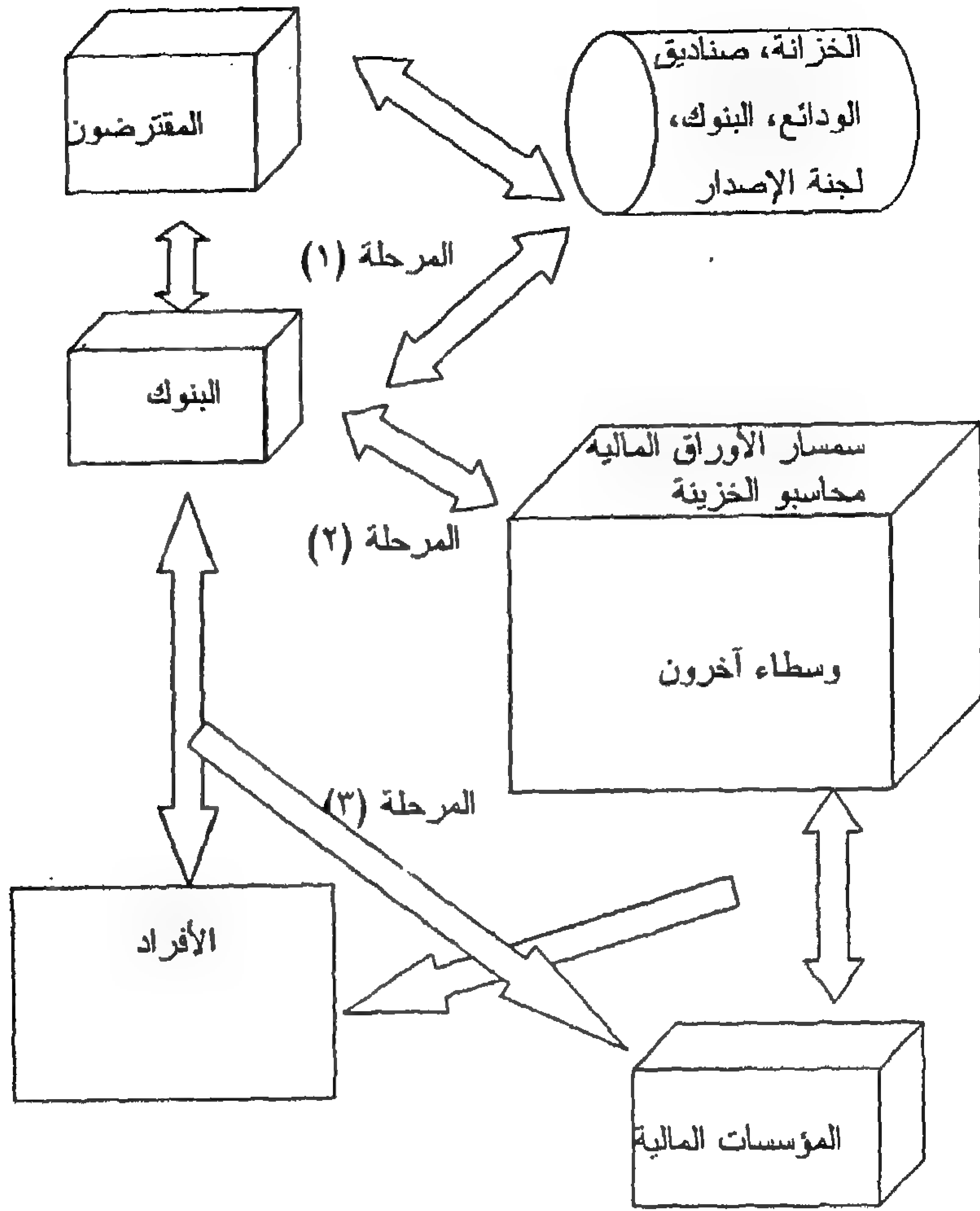
* خطورة عدم السيولة ، وهى عدم إمكانية تجديد القدرة على الإقتراض. فكل مشروع عليه ليس فقط مواجهة تسديد قروضه فى الأجل الطويل والمتوسط ، ولكن أيضا تمويل استثمارات جديدة ضرورية لنموه. فانخفاض القدرة على الاقتراض لا يكون ملائما للمشروع ، لأن هذا يعنى أن المشروع يمكن أن يجد نفسه فى النهاية مضطرا للتمويل عن طريق رأس ماله الذاتى فى الأجل الطويل والمتوسط .

* خطورة سعر الفائدة والتى تواجه أى مشروع بصدد إصدار قرض. إذ يجب على المشروع أن يوفق بين رغبته فى تخفيض نفقة الإقتراض (وذلك بخفض سعر الفائدة) ، وضرورة جذب المدخرات (وذلك برفع سعر الفائدة) .

أما عن كيفية طرح القرض ، فإن البنوك تتولى عملية الإعلان للجمهور ، وكذلك تجميع الأموال ، وذلك بعد أن يتم إقرار القرض السندى من الجمعية العمومية للمساهمين . وإصدار قرض سندى يتم من خلال ثلاث مراحل يوضحها الشكل التالى:

شكل (٣)

هكيل إصدار قرض سندى



وتثير إصدار القروض السندية العديد من المشاكل ، أولها تحديد سعر الفائدة الذى يدفعه المشروع على رؤوس الأموال المطلوبة . فكما ذكرنا يجب على المشروع أن يوفق بين خفض نفقة القرض التى يتحملها وجذب المدخرات بتقديم سعر فائدة مرتفع ، وتكون هذه المفاضلة على درجة كبيرة من الأهمية إذا كان السعر الحقيقى للقرض أعلى من السعر الاسمى ، حيث يقوم المشروع بدفع خدمات البنوك والدعاية ... الخ .

بالإضافة إلى أن الجهة المصدرة لكى تجذب المدخرين يكون عليها أن تجعلهم يدفعون فى السند قيمة تقل عن قيمته الاسمية . وقد تصدر القروض بقيمة معادلة Au pair ، وهو الأمر الذى يعنى غياب الإعانات التى تزيد من تكلفة القرض .

وتظهر ثانى هذه المشاكل بصدد تسديد القرض ، أى استهلاك القرض. وهنا نكون أمام عدة اختيارات : فقد يتم سداد القرض كله فى نهاية الفترة ، الأمر الذى يتيح رؤوس الأموال طوال الفترة ، غير أن المشروع يتحمل فوائد سنويا على مجموع رأس المال ، فضلاً عما يخلقه السداد مرة واحدة من مشاكل لخزينة المشروع . كذلك يستطيع المشروع أن يقوم بسداد رأس المال المقترض على أقساط منتظمة ذات قيمة ثابتة أو متزايدة .

أما ثالث هذه المشاكل فترتبط بتوقيت إصدار القرض ، إذ يجب اختيار التوقيت الملائم الذى يكون فيه الادخار المتاح كافيا وغزيراً ، كما يجب ألا تكون هناك منافسة قوية بين أنواع مختلفة من القروض .

وفيما يتعلق بشكل القرض ، فأمام المشروع العديد من الخيارات إذ توجد العديد من الصور والنماذج المختلفة للقروض السندية :

* فهناك أولا السندات ذات العائد الثابت والتى فيها يتم تحديد الفائدة طوال مدة القرض . وتعد الفترات الملائمة للأسعار الثابتة هى فترات ثبات الأسواق النقدية أو حيث تتوفر السيولة . وفى هذا الصدد يمكن التمييز بين أشكال عدة : فهناك القروض التقليدية والتى يتم تسديدها على أقساط أو بأكملها فى نهاية المدة ، أيضا توجد القروض بالشباك à Fenêtre والتى تتضمن شرط السداد الآجل والمحددة مقدما طبقا لرغبات حاملى السندات أو مصدريها . وتكون هذه القروض ، من ناحية المبدأ طويلة الأجل مع إمكانية استهلاكها . وتكون إمكانية الاستهلاك هامة فى حالة ارتفاع سعر الفائدة نظراً لسماحها بتحرير رؤوس الأموال واتجاهها نحو أوراق مالية أخرى مما يحد من خسارة رأس المال . كذلك توجد السندات ذات الكوبونات والتى تعطى الحق خلال فترة محددة لآجال محددة الاكتتاب فى سند جديد له نفس السعر

الاسمى لكن عند سعر يختلف تبعاً لتاريخ الاكتتاب . ويقدم هذا النوع من السندات عائداً أقل من السندات التقليدية والتى يسمح بالاكتتاب فيها عند نفس سعر الإصدار . فضلاً عن ذلك فهناك السندات القابلة للتجديد والتى يمكن تخفيض أجلها لحساب حاملها والتى يمكن أن تقلل من فترة تجميد رؤوس الأموال المكتتبة .

* وهناك ثانيا السندات ذات العائد المتغير . وتتسم هذه السندات بعدة خصائص أساسية أهمها : تغير العائد المتوقع وعدم المشاركة فى الإدارة وتداولها فى بورصات الأوراق المالية واسمية الصك والقابلية للتحول إلى أسهم فى حالة النص على ذلك والقابلية للاستهلاك قبل الأجل فى حالة النص على ذلك أيضا . وتتخذ هذه السندات أشكالا عديدة يمكن تصنيفها طبقا لعدة معايير : فطبقا لمعيار الغرض التمويلى قد تكون هذه السندات عامة أو متعددة الأغراض ، وقد تكون محددة أو خاصة بنشاط معين، كما قد تكون محددة أو خاصة بعملية معينة . وطبقا لمعيار المدة قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل . وطبقا لمعيار العائد قد تكون ذات عائد متغير وفقا لمؤشرات اقتصادية معينة أو مع ضمان حد أدنى من العائد أو مع المشاركة فى الأرباح أو مع المشاركة فى نسبة محددة من الأرباح والخسائر . ووفقا لمعيار دورية العائد قد تأخذ الصكوك أحد الأشكال التالية : صكوك تمويل ذات عائد متغير دورى شهرى أو ربع سنوى أو نصف سنوى أو سنوى ، أو قد تكون ذات عائد متغير متجمع لنهاية المدة أو فترة محددة . وطبقا لمعيار القابلية للاستهلاك ، قد تكون قابلة أو غير قابلة للاستهلاك من قبل مصدر الصك أو حائزه . ويفضل هذا النوع من السندات فى حالة عدم الاستقرار (النقدى والسياسى والاقتصادى) كما أن اختيار السعر يدخل ضمن مشكلة النفقة الضمنية للخصوم المستحقة . هذا السعر يكون بداية دالة فى السعر الاسمى والذى يتوقف على وضع السوق المالى والمخاطر الاقتصادية للمشروع والتى قد تعود إلى أسباب داخلية للمشروع ، أو لعدم السداد أو للإنهيار النقدى . ولا يمثل هذا السعر الاسمى النفقة الحقيقية للقرض ، إذ يجب معرفة المعدل المحاسبى والذى يعادل بين الأموال الداخلية من

مختلف المصادر والأموال الخارجية التى يحتاجها ، وذلك شريطة أن يتم تحديد ذلك بالسعر السائد فى حينه ، أى حين إجراء هذا التحديد ، ويتضمن هذا المعدل المحاسبى إعانات إصدار وسداد بما فى ذلك أشكال السداد وأثر الضرائب ونفقات الإصدار ...الخ. وجدير بالإشارة إلى أن هذا المعدل المحاسبى ، والمعدل الضمنى الحقيقى للتمويل يحتوى على نفقة حقيقية ملائمة لشروط السوق . فالواقع أن كل قرض له نفقة فرصة بديلة تختلف عن النفقة الظاهرة . وتتمثل هذه النفقة فى الربحية التى يتطلبها دافعوا الأموال فى هذه اللحظة ، وتمثل هذه النفقة البديلة أهمية خاصة بالنسبة للمشروع فى البورصة نظراً لأنها تعد النفقة التى يمكن أن تزيد حجم تمويله بصورة هامة . وتكون هذه النفقة البديلة دالة على عمل الأسواق الثانوية مع الأخذ فى الاعتبار تقلبات سعر الفائدة والتى تعدل باستمرار القيمة المعطاة للسندات .

* وهناك ثالثا السندات القابلة للتحويل إلى أسهم : وهذه النوعية من السندات تتميز بخاصية هامة وهى إمكان تحويلها إلى أسهم عادية . فطبقا لهذا النوع يحدد فى شروط الإصدار إمكانية قيام الشركة أو المشروع بتحويل تلك السندات فى الوقت الذى يلائمها وحسب رغبة حائزيها إلى أسهم عادية . وتناسب تلك النوعية من السندات شركات القطاع العام التى ترغب الجهات المختصة فى تحويلها من شركة عامة لشركة خاصة أو مشتركة. كذلك تناسب تلك النوعية الشركة التى ترغب فى تعديل هياكلها المالية بزيادة اعتمادها على مواردها الذاتية ، ويتم ذلك بإحلال الأسهم محل السندات وبذلك يتم تعديل معدلات متاجرتها بالملكية. هذا ويجب أن يراعى عند إصدار تلك السندات التحديد المسبق "لنسبة التحويل" بمعنى تحديد عدد الأسهم التى يحصل عليها حائز السند عند التحويل . أيضا يرتبط بذلك سعر التحويل . وتوفر تلك النوعية من السندات مزايا عديدة منها ما يختص بالمستثمر ومنها ما يختص بالمشروع.

فبالنسبة للمستثمر ، توفر هذه النوعية من السندات إمكانية

حصول صاحبها على أرباح رأسمالية توفرها الأسهم العادية . كذلك حائزيها إمكانية التمتع بكل المزايا التى يتمتع بها حائزو أسهم الشركة فى حالة تحول تلك السندات إلى أسهم . فضلا عن ذلك ، ونظراً لما تدره من دخل ثابت فإن حائزها يتحمل مخاطر أقل من تلك المتعلقة بالأسهم . وبالنسبة للشركة ، توفر هذه السندات إمكانية حصول الشركة على احتياجاتها المالية فى وقت قد لا تستطيع الشركة بيع أسهم رأس المال مخافة تأثير زيادة رأس المال على أسعار الأسهم فى البورصات المالية بالانخفاض ، أو أن أسهمها تتداول مالياً بأسعار أقل من القيمة الاسمية لها. علاوة على إمكانية حصول الشركة على تمويل مباشر لتلبية احتياجات مالية من الصعب تلبيتها عن طريق البنوك مثلا . فضلا عن تقليل المخاطر التى قد تتعرض لها الشركة فى حالة عدم توافر السيولة اللازمة لرد قيمة تلك السندات عند حلول ميعاد استحقاقها .

ويتكون ثمن السند القابل للتحويل من عنصرين وهما :

قيمة السند القابل للتحويل = ثمن التحويل + إعانة التحويل .

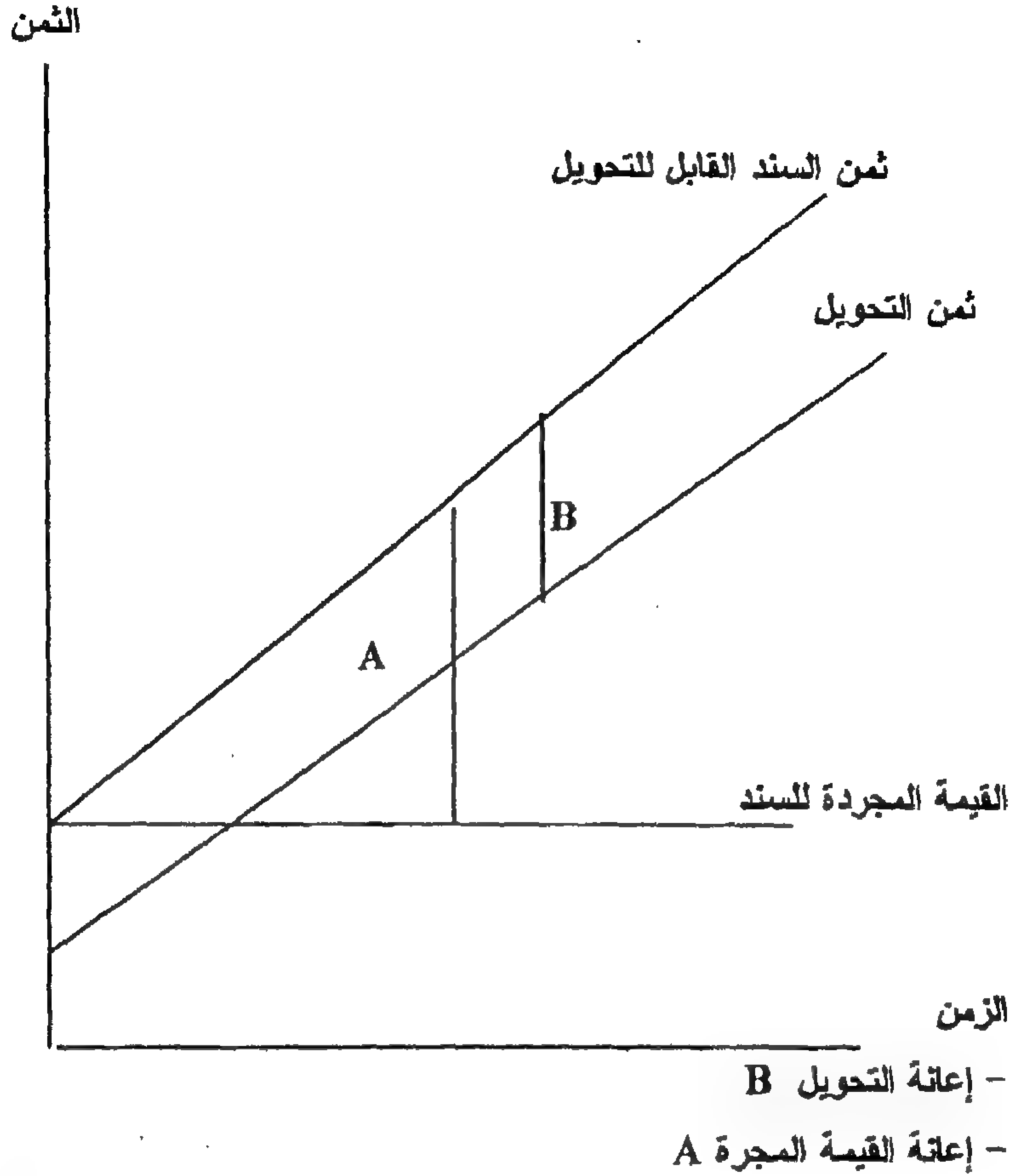
وتقابل إعانة التحويل ، والتى تعتبر دخلا ، حق عدم التحويل لو أن سعر التحويل كان أقل من ثمن الاسترداد أو السداد ، فهى مكافأة أو حماية ضد المخاطر وحرية خيار المستثمر .

كذلك فإن سعر السند القابل للتحويل يمكن أن يتم تحليله بدءاً من المعادلة الآتية :

قيمة السند القابل للتحويل = القيمة المجردة للسند + الإعانة بالنسبة للقيمة المجردة.

والقيمة المجردة للسند هى قيمة هذا السند إذا كان من النوع التقليدى . والإعانة بالنسبة للقيمة المجردة ستكافئ اختيار الشراء وتتوقف على تطور سعر التحويل وفائض القيمة الاحتمالية التى يمكن توقعها كما هو مبين فى الشكل التالى :

شكل (٤)



- إعانة التحويل B
- إعانة القيمة المجرة A

المصدر : مستخرج من : P.VERNIMMEN, Finance d'entreprise, Op. Cit.

ففى بداية حياة السند تكون الإعانة على القيمة المجردة ضعيفة ، وذلك يرجع إلى عدم تيقن السوق من إمكانية التحويل ، فى نفس الوقت فإن إعانة التحويل تكون مرتفعة الأمر الذى يعنى أنه بالنسبة لحائز السند ينطوى التحويل على مخاطر مرتفعة. وهذا القول ليس صحيحا فى حالة ما إذا كان سعر التحويل أعلى من سعر السند القابل للتحويل وحيث تكون

إعانة التحويل معدومة بل وسالبة ، لأن المشترى الإحتمالى l'acheteur potentiel للسند لن يرغب فى دفع ثمن خطر غير موجود (أو على الأقل غير معروف بالنسبة له) .

وفى ختام هذه الفقرة المتعلقة بالسندات ، نشير إلى أن كل نوع من أنواع هذه السندات يتناسب مع نوعية رغبات بعض المدخرين وحائزى الفوائض المالية وكذلك مع رغبات الوحدات أو القطاعات المستثمرة فى الحصول على التمويل اللازم . وننوه بأن المشرع المصرى استحدث بالقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ صكوك التمويل ذات العائد المتغير والذى يحق لجميع الشركات المساهمة إصدارها أيا كان النظام القانونى الذى تعمل فى ظله وذلك فيما عدا شركات المساهمة العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها .

٢-٢- زيادة رأس المال :

٢-٢-١- الزيادة المباشرة لرأس المال :

يستطيع المشروع المقيد بالبورصة أن يزيد رأسماله ، بالإضافة إلى الاقتراض أو التمويل الذاتى ، عن طريق إصدار أسهم جديدة مستحقة السداد نقداً . وميزة هذا التمويل (سواء بالإصدار أو بالتوسع) تتمثل فى أن المشروع لا يثقل الاستثمارات الجديدة بأية أعباء أو فوائد. وتعنى زيادة رأس المال مشاركة المساهمين الجدد للمساهمين القدامى فى أرباح النشاط الاقتصادى للمشروع ، وكذلك فى موجودات المشروع عند تصفيته ، فضلا عن المشاركة فى تحمل المخاطر . وتعتبر البنوك عنصراً أساسياً فى زيادة رأس المال ليس فقط لقيامها بدور الوسيط بين المشروع والمساهمين ، بل لأنها تلعب دور المستشار المالى ، كما أنها تقوم بتقديم ضمانات الاكتتاب الضرورية للمشروع .

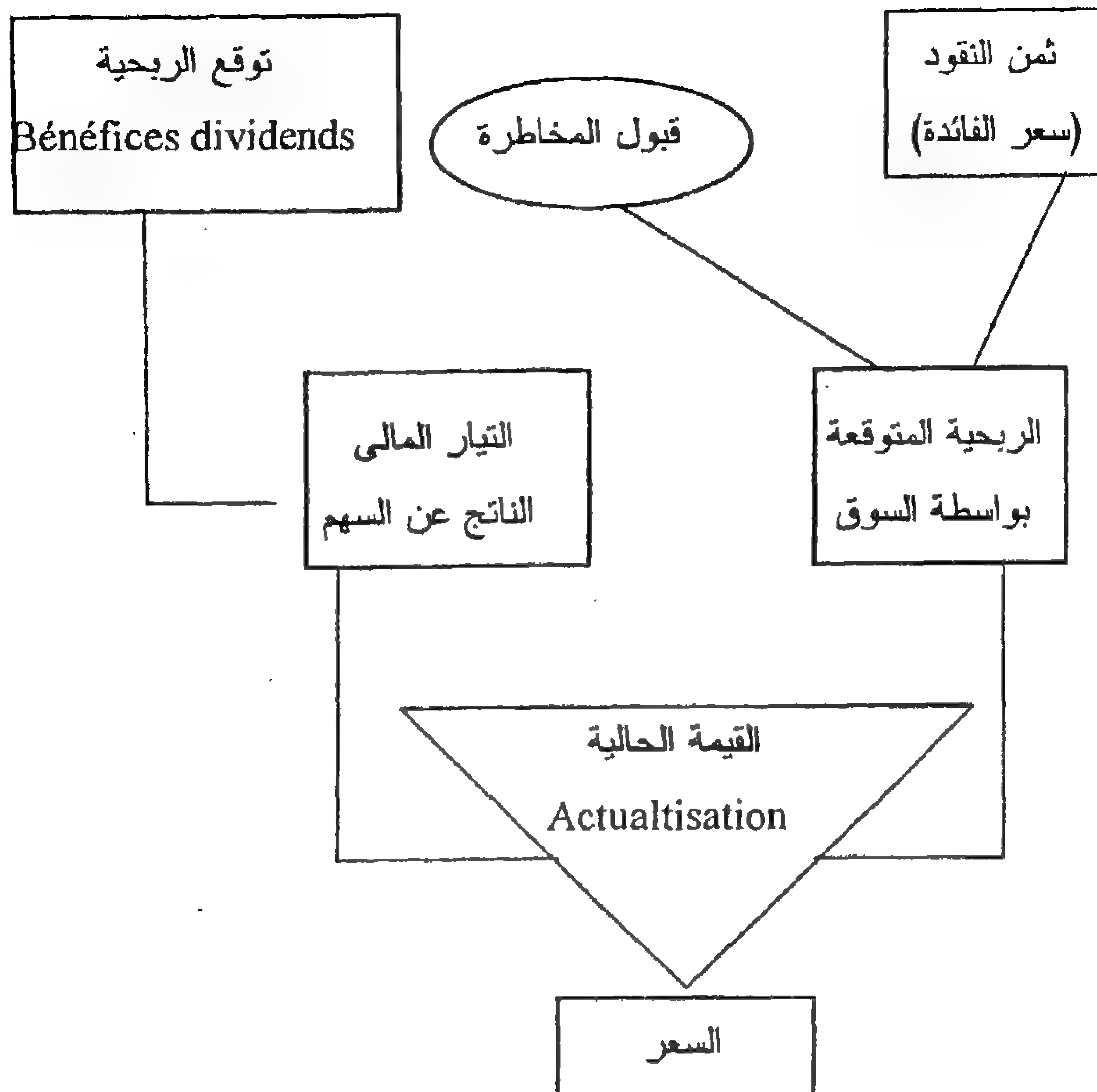
وعلى عكس السندات ، فإن التدفق المالى المميز لرؤوس الأموال الخاصة غير محدد مسبقا ، فواقع الأمر أن السهم يمثل أربعة حقوق لصاحبه وهى : حق فى الأرباح ، وحق فى الحصص ، وحق عند

تصفية الأصول، وحق فى المعلومات . ويقوم المشترون الاحتماليون – عند زيادة رأس المال – بتقييم الأسهم بالدرجة الأولى على أساس صافى عائدهم منها بعد خصم الضريبة على إيرادات الأسهم ودون إعطاء أى اعتبار للفائض المالى غير الموزع . كذلك فإنهم يدخلون فى حساباتهم نفقة الفرصة البديلة والتى يكون لها أكبر الأثر على حجم رأس المال المطلوب . وبوجه عام على المسئولين بالمشروع أن يدخلوا فى حساباتهم كل العناصر المؤثرة على الربحية المنتظرة من السوق . فلو أن السوق يعتبرها كافية ، فالقيمة المالية للمشروع تتجه للارتفاع وتتحقق زيادة رأس المال فى ظل ظروف حسنة .

ولا يجب أن ينصرف الذهن إلى أن الفائض يعبر بدقة عن الربح الاقتصادى . حيث تبدو التفرقة واضحة بين التحليل المحاسبى والمالى من ناحية ، والتحليل الاقتصادى من ناحية أخرى . لأن الربح بالنسبة للمحاسب أو المحلل المالى هو موقف معين فى فترة معينة ، حيث نراقب حركة المدخلات والمخرجات المالية لكى نحكم على الميزانية . أما الربح الاقتصادى فهو يعبر عن نتيجة النشاط الحقيقى للمشروع . ولا يعتبر التوازن المالى أو المحاسبى مؤشرا بأى حال من الأحوال على قدرة أو كفاءة المشروع . غاية الأمر أنه يوضح مدى الفاعلية ، أى قدرة المشروع على ممارسة نشاطه وتمتعه أو عدم تمتعه بسيولة تحقق له الاستمرار من عدمه . وبصفة عامة ، قد يكون هناك مشروع يحقق خسارة من الناحية الاقتصادية ، ومع ذلك يمكنه اللجوء إلى الاقتراض أو زيادة رأس المال مما يجعل الكثير من التيارات النقدية والمالية تتدفق عليه ويتمتع بسيولة متزايدة ويزيد الفائض المالى ويظهر أثر ذلك فى الميزانية . وينطبق هذا بصورة واضحة بالنسبة لبعض المشروعات العامة فى البلاد النامية والتى تواجه خسارة اقتصادية نتيجة نقص كفاءتها الإنتاجية . وتعوض المشروعات هذه الخسائر عن طريق الإعانات الحكومية ، أو زيادة مديونيتها تجاه القطاع المصرفى ، أو طرح جزء من أسهمها للإكتتاب العام . والهدف من ذلك بالطبع التمتع

بموقف مالى سليم وفائض من السيولة يمكنها من الاستمرار فى الإنتاج، والأمر لا يعدو حينئذ إلا أن يكون تأخيراً للانهيار الاقتصادى .

ويلخص الشكل التالى الاستدلال السابق :



ويتعين على المشروعات المصدرة للأسهم لتحقيق الزيادة فى رأس المال ، أن تحدد أسعاراً لتلك الأسهم بصورة قريبة من أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة ، فالمشترين المحتملين سيقومون عادة بالمواءمة بين العائد الحقيقى للأسهم وبين ما يدفعونه . فعادة ما تتم المقارنة فى السوق بين سعر الشراء والربحية المتوقعة للاستثمارات . فلو كان توقع البورصة يتعدى المتوقع من قبل المشروع يرتفع سعر السهم ، والعكس صحيح .

مما سبق يمكن القول أن هناك ثلاثة مؤشرات pararmetres رئيسية لزيادة رأس مال البورصة ، وهى :

* رسملة البورصة La capitalization boursière أو التقويم السوقى للبورصة والذى هو عدد الصكوك المصدرة مضروباً فى سعرها المعلن فى السوق (قبل وبعد زيادة رأس المال) .

* الوضع الصافى المحاسبى La situation nette comptable والمعاد تقديره بما يؤدى للتوصل للأصول الاقتصادية الحقيقية وليس فقط المحاسبية .

* حجم رؤوس الأموال المطلوبة Le montant des fonds demandés .

تفاعل هذه الكميات الثلاث فيما بينها يحدد مدى مشاركة المساهمين الجدد فى الهيكل المالى الجديد . تلك المساهمة يمكن قياسها بـ : CNA مشاركة المساهمين الجدد

$$CNA = \frac{A}{B} = \frac{A}{C} \times \frac{C}{B}$$

حيث :

A حجم الزيادة فى رأس المال

B الوضع الصافى المعاد تقديره .

C رسملة البورصة .

فكلما زادت هذه المساهمة كلما وجب على المشروع أن يوفى متطلبات السوق . فزيادة رأس المال بالإلتجاء إلى مساهمين آخرين تعدل إذن من أوضاع التوازن فى السوق . ويكون لذلك نتائجه ويقاس بـأثر الانتشار .

٢-٢-٢- أثر الانتشار :

تترجم كل زيادة فى رأس المال بأثر انتشار يظهر فى ثلاثة

أشكال هى : انتشار رأس المال ، وانتشار الأرباح ، وانتشار السلطة ، وهو الأمر الذى يثير العديد من المشاكل .

وتتعلق المشكلة الأولى بالمساهمين القدامى . فزيادة رأس المال تعنى بالنسبة لهم أما زيادة استثماراتهم فى المشروع ، أو اقتسام ثمار المشروع والسلطة فى الجمعية العمومية مع مساهمين جدد .

وترتبط المشكلة الثانية بالاحتياطيات المكونة والتى تخص المساهمين القدامى والذين لن يقبلوا اقتسام تلك الاحتياطيات السابق تكوينها مع مساهمين جدد ، ومن هذا يحدد لكل سهم قديم حق اكتتاب قابل للتحويل يسمح باكتتاب مساهمين جدد . فمن أجل الحصول على سهم جديد ، يجب تقديم بعض الحقوق ، المجانية ، لأصحاب الأسهم القديمة. وتفسر هذه الطريقة حقيقة أن المساهمين الجدد والذين سيصبحون بدورهم مالكين لاحتياطيات المشروع يجب عليهم شراء حقوق الاكتتاب (المقيدة بالبورصة) حتى يتمكنوا من الاشتراك فى الاحتياطيات السابقة التكوين . وعلى ذلك فالوسيلة الأولى لحماية المساهم القديم هى تخصيص حق لكل مساهم للاكتتاب فى زيادة رأس المال ، إذ أن زيادة رأس المال تؤدى إلى انخفاض القيمة المحاسبية للسهم بعد الزيادة عما كانت عليه قبل الزيادة . فالأمر هنا يتعلق بانتشار رأس المال وهو ما يجب أن يعوض حيث أنه دون ذلك التعويض ، فالمساهمين القدامى لن يقبلوا أبداً الزيادة المنتظرة ، فيمكن الحل إذن فى جعل المساهم الجديد يدفع ثمن استفادته من الاحتياطيات بحيث أن هذا يعوض المساهمين القدامى . وهذا هو ما يسمى بحق الاكتتاب فيكون لكل مساهم قديم حق اكتتاب تعويض قيمته خسارة القيمة المحاسبية .

ومن هنا يقوم السوق بتوفير وتقديم العديد من الضمانات لحماية المساهمين القدامى . وترتبط الوسيلة الأولى لحماية المساهمين بمنحهم عن كل سهم من أسهمهم حق اكتتاب فى الزيادة فى رأس المال . فالمساهم القديم يكون أمامه خياران : إما الاكتتاب فى زيادة رأس مال المشروع وهو يستطيع ذلك عن طريق سعر الإصدار وحقوقه فى

الاكتتاب (التى تندثر فى هذه الحالة) ، أو يبيع حقه فى الاكتتاب مدخراً بذلك جزءاً من رأس ماله الذى لن ينتشر . فالمساهم الجديد الراغب فى الاكتتاب سوف يقوم بدفع ثمن الإصدار الجديد مضافا إليه ثمن شراؤه لحق الاكتتاب ، أى أنه بهذا يدفع ثمن الاستفادة من الاحتياطيات . وجدير بالذكر هنا أن حقوق الاكتتاب هذه تكون موضوعا للتقييم أو للتسعير فى السوق المالى . الاتجاهات السعرية هنا فى السوق والمتعلقة بحقوق الاكتتاب تترجم ثقة البورصة (فى حالة الارتفاع) أو حذرها (فى حالة الانخفاض) فى مواجهة زيادة رأس المال .

ويساهم أيضا حق التخصيص droit d'attribution فى حماية المساهمين القدامى والحد من أثر الانتشار . فعند زيادة رأس المال عن طريق ادماج الاحتياطيات المحتجزة ، الأمر الذى يعنى إصدار أسهم مجاناً ، تتم حماية المساهمين القدامى من أثر الانتشار عن طريق هذا الحق. ويوجد فى البورصة سوق لحقوق التخصيص هذه يسمح للمستثمرين الذين لا يرغبون فى الاستمرار فى رسملة الاحتياطيات Capitalisation des reserves (خوفا من المخاطرة أو رغبة فى تنويع حافظة الأوراق المالية.) ببيع هذا الحق إلى أفراد راغبين فى تتبع هذه العملية .

مما سبق يتضح أن كل من حق الاكتتاب أو حق التخصيص يحد من انتشار الأرباح والسلطة ، على الرغم من أن هذا الحق يأخذ فى الحسبان الأرباح المحققة . كذلك فإن حقوق الاكتتاب والتخصيص تأخذ فى الاعتبار التغير فى المخاطر بالنسبة للمساهم القديم والذى يقبل الاستمرار فى المساهمة فى زيادة رأس المال ، أخذا فى الاعتبار الاحتياطيات فحسب ، فيحد هذا الأخير من تعبئة مدخرات المشروع مما يزيد مباشرة من الصعوبات الاقتصادية ويقلل من حركية وسيولة رأسماله.

أما الوسيلة الثانية لحماية المساهمين القدامى والحد من أثر الانتشار فتتعلق بسعر الإصدار . إذ يمكن للمشروع إصدار أسهم جديدة

بأسعار أعلى من قيمتها الاسمية ، ويمثل الفرق بين "سعر الإصدار" و"القيمة الاسمية" إعانة الإصدار والتى هى مساهمة نقدية إضافية بالنسبة لرأس المال . ولما كانت هذه الإعانة لا تدخل ضمن رأس المال ، فهى لا تعطى أى حق فى توزيع الأرباح . وفى هذه الحالة لا توجد أية مكافأة ظاهرة من قبل المشروع ، على الرغم من وجود مكافأة بديلة على أساس أن المستثمرين لن يقبلوا دفع علاوة إصدار ، إلا إذا أدى السعر المحاسبى إلى المساواة بين النفقة الحالية والدخول المتوقعة . فبالنسبة للمشروع ومساهميه القدامى توفر إعانة الإصدار هذه العديد من المزايا التى تحد من أثر الانتشار . فهى من ناحية لا تسمح بزيادة رأس المال إلا فى أضيق الحدود ، على الرغم من أنها توفر حصيلة نقدية كبيرة . ومن ناحية أخرى ، وبالنسبة للعمليات المستقبلية ، تقلل من توزيع الأرباح إذا ما قورنت بما يمكن أن يحدث فى ظل غياب هذه الإعانة .

ويتوقف تحديد هذه العلاوة ، وسواء تعلق الأمر بإقرارها أصلا أو بقيمتها ، على العديد من العوامل . أولها : يتعلق بالفرق بين القيمة الاسمية للسهم وسعره في البورصة قبل وبعد زيادة رأس المال . فكلما كان الفرق كبيراً ، وثابتاً ، كلما كانت علاوة الإصدار مقبولة فى السوق. أما الثانى فيتعلق بالمعلومات التى يوفرها المشروع عن كفاءته الاقتصادية . وسواء تعلق الأمر بمعدل نموه أو احتمالات ربحيته فدقة هذه المعلومات يكون لها أثر كبير فى إقبال المساهمين الجدد على الشراء حتى لو كان العائد الظاهرى ضعيف بعض الشئ . وكقاعدة عامة فمن المؤكد أن زيادة رأس المال من خلال تحديد ثمن إصدار مرتفع لا يترتب عليه أى انخفاض فى السعر ، نظراً لأن المشترين لن يتحولوا عن الشراء . ومع ذلك تتمثل استفادة المشروع فى الحصول . على ما يحتاجه من موارد نظير نفقة ظاهرية منخفضة . غير أنه من مساوئ علاوة الإصدار أنه ، لو تم اللجوء إليها لتحديد اثر الانتشار ، فلا يكون أمام المساهم القديم ، إلا خيار متابعة أو عدم متابعة زيادة رأس المال ، بمعنى قبول أو عدم قبول مخاطر اقتصادية مختلفة فى ظل نفس

المشروع . ولهذا فإن زيادة رأس المال المالية تجمع بين علاوة الإصدار وحق الاكتتاب .

وفى مصر لا تجبر لائحة سوق المال اضافة علاوة فى الإصدارات الجديدة إلا إذا كانت متمثلة فى احتياطيات أو ارباح محددة قبل الإصدار ، وهو الأمر الذى لا يتوافر للعديد من الشركات . وعلى ذلك فإن الزيادة فى رأس المال تتم احيانا بإصدار خاص لأسهم بنفس القيمة التى ساهم بها قدامى المؤسسين دون علاوة اصدار أو إعادة تقييم الأصول الحقيقية للشركة . وبذلك يتساوى المساهم الجديد فى الحقوق والمغانم مع قدامى المساهمين بعيداً عن الالتزامات والمغارم التى تحملها المساهم القديم . ومن هنا فإن ما سيقوم بدفعه المساهم الجديد من مال مقابل الزيادة المتمثلة فى عدد من الأسهم يقل كثيراً عن القيمة الحقيقية والواقعية لما يجب أن يدفع طبقاً لقانون العرض والطلب . وهو ما يعد ، وإعمالاً للقوانين والأسس الاقتصادية فى التعامل ، مجحفاً بالمساهمين القدامى .

٢-٢-٣- الزيادة غير المباشرة لرأس المال

اتجهت المشروعات في مواجهة المثالب المشار إليها والمرتبطة بعمليات زيادة رأس المال ، إلى استحداث نوعيات جديدة من الأوراق المالية تتناسب مع رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المدخرة ذات الفوائض المالية ، وكذا رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المستثمرة ذات الاحتياج المالى . كذلك فإن الاعتماد المكثف لشركات المساهمة فى تمويل احتياجاتها المالية قصيرة ومتوسطة الأجل على التمويل المصرفى يؤدى إلى وقوع تلك الشركات فى كثير من المشاكل المالية والإحراج المالى ، وهو الأمر الذى يؤدى إلى تراكم أقساط القروض وأعبائها وتعثر المشروعات عن السداد . بالإضافة إلى الآثار التضخمية لهذا النوع من التمويل . وقد سبق أن رأينا أن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم تعتبر صورة غير مباشرة ، ومتطورة ، لزيادة رأس

المال . كذلك يمكن القول أن السندات ذات " الكوبونات " وبأشكالها المختلفة تؤدى نفس الغرض . فالكوبون المرتبط بالسند يعطى امكانية الاكتتاب فى سهم فى ظل الشروط التعاقدية المتفق عليه أو أن سعر السهم يكون أعلى ، وتكمن الميزة الأساسية لهذا السند فى إمكانية التمتع بوصف المساهم مع البقاء حامل سند . كذلك توجد قروض المشاركة وهى قريبة الشبه من رؤوس الأموال الخاصة ، ومن أهم مزاياها السماح لأغلب المساهمين بالاحتفاظ بسلطتهم . ورغم تشابه صكوك المشاركة هذه مع السندات إلاّ أن هناك اختلافاً بينهما يتعلق بمدة استمرار صكوك المشاركة ، فمدة هذه الصكوك غير محددة إلاّ فى حالة قرار مصدريهم بسدادهم ، وعلى ذلك يتضح أن السوق الثانوية فقط هى التى توفر حركية وسيولة التوظيف . ويتكون عائد صكوك المشاركة من الفائدة المضمونة والمحددة ، التى قد تكون ثابتة أو متغيرة . وكذلك دخل مرتبط أو مقيس Indexé بالنتائج المتحققة للمشروع وبرقم الأعمال .

والواقع أن قضية زيادة رؤوس أموال بعض الشركات فى مصر أصبحت ضرورة ملحة فى ضوء التفاوت الكبير بين رؤوس أموال هذه الشركات وحجم نشاطها وأرقام ميزانياتها . حقيقة أن احتياطيات بعض الشركات تجاوزت كل تصور . وأن هذه الاحتياطيات ما هى إل جزء لايتجزء من حقوق المساهمين ، إلا أنها حقوق دفترية لا يلمسها المساهمون بما تعود عليهم من زيادة فى مساهمتهم فى الشركات المختلفة ،خاصة وأن الهدف الاستثمارى الذى يفرض على المساهم المشاركة فى المخاطر تمنحه أيضاً جنى ثمار تحسن المركز المالى للشركة وارتفاع حقوق مساهميها ، بحيث تترجم هذه العوامل الإيجابية فى مصر زيادة رؤوس أموال الشركات المختلفة عن طريق توزيع أسهم مجانية أو توزيع الأرباح عيناً فى شكل أسهم مجانية أو فى صورة طرح الزيادة للإكتتاب بين المساهمين القدامى كل حسب حصته فى رأس المال .

ولنا أن نتصور مدى ردود الفعل بين المساهمين ، إذا وجدوا أنفسهم يضاعفون رأسمالهم فى إحدى الشركات التى يساهمون فيها ومدى

الأثر على أسعار السهم فى سوق الأوراق المالية ، بل أكثر من ذلك مدى الإنعكاسات المتتالية التى تتأثر بها حركة التعامل ككل . هذا إذا ما تحدثنا عن انعكاس زيادة رؤوس الأموال على المناخ الاستثمارى ككل . ولكن إذا تناولنا الموضوع من جانب اقتـصاديات الوحـدة الاقتـصادية ، أى الشركة ، فإن هناك مسألة السيولة التى تواجه بعض الشركات وخاصـة بالنسبة لفتح الإعتمادات التى أصبحت تلزم الوحدات الاقتصادية أياً كان شكلها القانونى إلى زيادة القيمة المسددة عند طلب فتح الاعتماد ثم تجميد الغطاء النقدى لفترات طويلة مما يمنعها عن التداول الأمر الـذى يـؤثر على مدة دوران رأس المال المتداول فى النشاط . يضاف إلى ذلك أنه إذا كانت الوحدة الاقتصادية – الشركة – تسحب على المكشوف أو تلجأ إلى الاقتراض ، فإن هذا المال المجمد يحملها أعباء تمويـل هـذا الـدين أو التسهيل الإئتمانى مما يزيد من الأعباء المحملة على حـساب الأربـاح والخسائر . وفى زيادة رؤوس أموال الوحـدات الاقتـصادية تعـويض للشركة عن الأموال المجمدة للإعتماد المفتوح .

كذلك تتضح أهمية زيادة رؤوس أمـوال الـشركات المـساهمة بالنسبة للمساهمين خاصة إذا كانت رؤوس أمـوال الـشركة صـغيرة واحتياطاتها كبيرة وأرباحها مرتفعة . إن زيادة رؤوس أموال الـشركات الناجحة لهو لب القضية الإستثمارية لأن الهدف الرئيسى لكـل عمليـة استثمارية تقوم على أساس تنمية رأس المال ، هو تغطية أى انخفـاض للقوة الشرائية للنقود . وجدير بالذكر أن زيادة رأس المال بنسبة معينـة تؤدى إلى الاستفادة من الإعفاء الضريبى بنسبة هذا القدر من الزيادة وهو الأمر الذى يعود بالفائدة على المساهمين من القطاعين العام والخـاص . كما تستطيع الشركة بهذه الزيادة فى رأس المال أن ترفع من على عاتقها جزء من التزاماتها القصيرة الأجل أو الطويلة الأجل وبالتالى تخفف من أعباء التمويل .

٣- البورصات وعمليات التقارب :

من المعلوم أن من بين الوظائف الاقتصادية للبورصة تسهيل وتنشيط حركية الهياكل الصناعية وانتقال رؤوس الأموال من شركة إلى أخرى ، وهو الأمر الذى يؤدى إلى نمو المشروع وزيادة طاقاته الصناعية بأسلوب غير مباشر . وفى إطار عمليات التقارب يميز بين العديد من أشكال العمليات منها :

١- الاندماج La fusion ، وهو ما يترتب عليه تلاشى شركة أو أكثر من الوجهة القانونية ، فقد تحل محلها شركة جديدة أو شركة ماصة Société absorbante ويتم التحويل لكل الأصول والخصوم .

٢- التحويل الجزئى للأصول Les apports partiels ، وذلك بأن تتنازل شركة إلى أخرى عن جزء من أصولها . وهذا يغطى عموماً عمليات تغيير البنية Restructuration .

٣- التنازل عن الرقابة Les cessions de blocs de controle ، وذلك نتيجة تغيير بنية المجموعات الصناعية والمالية . وتراقب هذه العملية بدقة من قبل الهيئة المشرفة على البورصة لتلاشى الإختلالات الهامة فى الأسعار .

٤- الأخذ بالمشاركة Les prises de participation ، ويتحقق ذلك سواء بالمشاركة عن طريق زيادة رأس المال أو عن طريق تملك الصكوك . ويمكن التوصل إلى ذلك بأكثر من وسيلة . أما الوسيلة الأكثر شيوعاً فهى العرض العام للشراء Offre publique d'achat O.P.A. ، والذى يمكن أن يتحقق بالاتفاق أو بدون الاتفاق مع الشركة محل الاعتبار ، ويوجد عرض عام للشراء عندما يكون شخص اقتصادى - طبيعى أو معنوى - يرغب فى تقوية الرقابة على الشركة ، فيقترح على المساهمين اعادة شراء صكوك (أسهم وسندات قابلة للتحويل) فى البورصة عند ثمن معين . كما يوجد عرض عام للتبادل Offre publique d'échange O.P.E. ، وهناك إمكانية ثالثة نادرة الحدوث وهى : العرض البديل للشراء أو المبادلة L'offre aeternative

. d'achat ou d'échange

وتحكم كفاءة هذه العمليات عدة معايير أهمها ما يلى :

المعيار الأول : معدلات الرسملة المتتالية .

المعيار الثانى : الأهمية النسبية للأرباح .

المعيار الثالث : تنبؤات النمو والربحية .

المعيار الرابع : سياسات التوزيع أو حجز الأرباح قبل وبعد العملية .

المعيار الخامس : ردود فعل مساهمى الشركة هدف الإندماج ، أو عن طريق المشاركة ، فهل سيقبلون هذه العملية ، ثم ماذا سوف يصنعون بأسهم الاشركة المحركة ؟ أيضاً من الضرورى التساؤل حول القرارات التى سوف يأخذها المستثمرون ، بهدف تنويع أصولهم المتعلقة بصكوك الشركتين . لو أن الاتجاه يميل إلى التخلص من أسهم الشركة فإن خطر انخفاض السعر يكون أكيداً .

المعيار السادس : اختيار التاريخ .

المعيار السابع : إمكانات المزايدة بواسطة منافس أو مشارك سابق..

محتويات الكتاب

الصفحة

الصفحة